

# DIGITALES ARCHIV

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

## Periodical Part

## Volkswirtschaft special ; 2016

### Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* Volkswirtschaft special ; 2016 (2016).

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/2992>

### 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/terms-of-use>

### 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 special

Meinungen, Analysen, Fakten

## Erholung im Euroraum bleibt trotz zunehmender Risiken intakt

- Der Abschwung in den Schwellenländern, der Streit um offene Grenzen in der Europäischen Union und das Risiko eines Brexit trüben die Wachstumserwartungen im Euroraum. Die wirtschaftliche Erholung im Währungsraum dürfte sich aber fortsetzen, wenn auch in einer langsameren Gangart. Unterstützung erhält die Eurowirtschaft von einem makroökonomischen Dreiklang aus sinkenden Energiekosten, einem schwachen Wechselkurs des Euro sowie den historisch niedrigen Finanzierungskosten. Zudem tragen die strukturellen Reformen in der Europeripherie mehr und mehr zur Erholung bei.
- Trotz der wirtschaftlichen Erholung bleibt der Reformbedarf im Währungsraum hoch. Immer noch leidet der Euroraum unter den Lasten des Überschlags aus dem vergangenen Jahrzehnt. Der international anerkannte Index der Weltbank zur Wirtschaftsfreundlichkeit in über 180 Staaten der Welt zeigt, dass sowohl in der Peripherie als auch in den Kernländern des Währungsraums weiterhin struktureller Reformbedarf besteht.
- Die Wirtschaftspolitik ist gefordert, die Wettbewerbsfähigkeit im Euroraum weiter zu verbessern. Der Grad an Wachstumsfreundlichkeit fällt innerhalb des Währungsraums immer noch ausgesprochen heterogen aus. Die Unterschiede zwischen den Eurostaaten sollten verstärkt abgebaut werden, damit die Geld- und Wirtschaftspolitik einheitlicher wirken kann.

---

## Meinung

---

### Globale Abwärtsrisiken nehmen zu

Die konjunkturellen Abwärtsrisiken nehmen spürbar zu. Ein scharfer Preisverfall am Markt für Rohöl sowie ein Rückgang der Wirtschaftstätigkeit in den Schwellenländern, wie z. B. Brasilien, Russland oder China heizen die Spekulationen über eine kommende weltweite Rezession an. Viele Investoren haben ihr Kaufverhalten an die veränderte Risikolage angepasst. Dies sorgt an den Finanzmärkten für erhöhte Kursvolatilität. An den Aktienmärkten ist es zu einem deutlichen Kursrutsch gekommen. Der DAX liegt damit mehr als 20 % unter seinem Allzeithoch von April 2015.

Der Ölpreis der Sorte Brent liegt aktuell bei rund 35 US-Dollar je Barrel. Das ist fast die Hälfte ihres Preises vom vergangenen Sommer. Nach den Zahlen der Europäischen Kommission ist das Wachstum der Weltwirtschaft in 2015 auf den niedrigsten Stand seit 2009 gefallen. Die Kommission geht davon aus, dass die globale Wirtschaft in 2015 um 3,0 % gewachsen sein dürfte. Für dieses Jahr erwartet sie ein etwas höheres Wachstum von 3,3 %.

### Politische Risiken in Europa

Neben den konjunkturellen Risiken in den Schwellenländern hat auch die politische Unsicherheit in Europa zugenommen. Die europäische Staatengemeinschaft hat zunehmend mit einer Vertrauenskrise zu kämpfen. Dabei verfestigten sich die Zweifel an ihrer Handlungsfähigkeit und damit auch an ihrer politischen Stabilität.

Die Flüchtlingskrise ist aktuell der zentrale Konflikt-herd innerhalb der EU. Sie ist als eine Blaupause der Handlungsfähigkeit des Staatenbundes zu sehen.

Die außer Kontrolle geratenen Flüchtlingsströme nach Europa haben fundamentale Differenzen innerhalb der Gemeinschaft entstehen lassen. Konjunkturelle Risiken gehen dabei vor allem von der Schließung der Grenzen aus. Es ist momentan unklar, ob einige Mitgliedsstaaten den innereuropäischen Grenzverkehr noch weiter einschränken werden mit den zu erwartenden Folgewirkungen auf die Wirtschaft.

In einigen Mitgliedsstaaten der Eurozone hat zudem die Sorge um die politische und wirtschaftliche Stabilität zugenommen. Für einige Länder in der Euro-Peripherie droht im Zuge einer politisch unübersichtlichen Lage ein Reformstillstand. Eine besondere Rolle spielen hierbei Spanien und Portugal. Während in Spanien eine politische Pattsituation die Regierungsbildung seit der Parlamentswahl vom 22. Dezember behindert, dürfte in Portugal die politische Allianz aus Sozialisten und Kommunisten eine Abkehr von der Sparpolitik vorantreiben.

### Brexit verunsichert Märkte

Für den Anstieg der Unsicherheit an den Finanzmärkten sorgt auch das Risiko eines Austritts Großbritanniens aus der Europäischen Union („Brexit“). Die Briten werden am 23. Juni in einem Volksentscheid über ihren Verbleib in der EU abstimmen. Bis dahin dürfte die Verunsicherung hoch bleiben, da ein Kopf-an-Kopf Rennen der konkurrierenden

## Meinung

politischen Lager in Großbritannien zu erwarten ist.

Ein Austritt wird sich nicht schnell vollziehen lassen. Der Loslösungsprozess dürfte wegen der hohen Verflechtungen des Inselstaates mit der EU mehrere Jahre in Anspruch nehmen. Die über Jahre hohen rechtlichen und institutionellen Unsicherheiten würden die ohnehin hohen wirtschaftlichen Kosten auf beiden Seiten noch einmal erhöhen.

### Reaktionen an Finanzmärkten überzogen

Die Finanzmärkte haben in den vergangenen Wochen überzogen auf die erhöhten Risiken reagiert. Insbesondere die Reaktionen auf den sinkenden Ölpreis erscheinen in Anbetracht der harten ökonomischen Fakten als übertrieben. Die Schwäche an den Aktienmärkten dürfte in ihrem Ausmaß weder die Entwicklung der Realwirtschaft widerspiegeln noch vorwegnehmen.

Der scharfe Rückgang des Ölpreises ist nicht der Vorbote einer weltweit scharfen Rezession. Vielmehr ist er das Ergebnis eines Überangebotes an Öl. Die geförderten Mengen an Rohöl verharren trotz des rückläufigen Preises auf hohem Niveau. Die erdölfördernden Länder der OPEC konnten sich bislang auf keine signifikante Drosselung der Fördermengen einigen. Das dadurch unelastische Angebot auf dem Ölmarkt multipliziert die durch die konjunkturelle Abkühlung in den Schwellenländern gesunkene Nachfrage nach Öl (Abb. 1a).

Die Sorgen um die Stabilität in der Europäischen Union aber auch die Furcht vor einer schweren

Abb. 1a

**Scharfer Rückgang des Ölpreises**  
Sorte Brent, in US-Dollar je Barrel, 2008=100



Abb. 1b

**Frühindikatoren zeigen konjunkturelle Erholung**

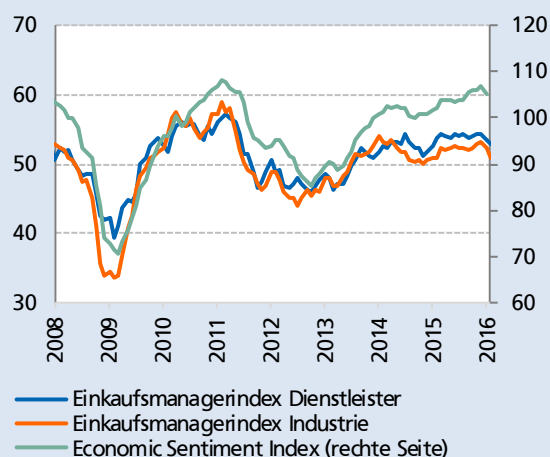


Abb. 1c

**Milder aber steter Aufschwung im Euroraum**  
Preis- und kalenderbereinigtes BIP, 2008=100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

---

## Meinung

---

Rezession in den Schwellenländern, die auf die entwickelten Volkswirtschaften überspringt, sind nachvollziehbar. Durchaus ist mit einer sichtbar nachlassenden Konjunktur in China zu rechnen. Nach den Zahlen der Europäischen Kommission wird sich das Wachstum in China von rund 7 % in 2015 auf 6,2 % in 2017 verringern. Allerdings bleibt der Ausblick für die Weltwirtschaft aber auch für den Euroraum aufwärts gerichtet. Zu diesem Ergebnis kommt auch die Europäische Kommission in ihrer aktuellen Frühjahrsprognose.

### **Erholung des Euroraums setzt sich fort**

Der europäische Wirtschaftsraum hat den konjunkturellen Tiefpunkt der europäischen Schuldenkrise durchlaufen. Seit 2013 hat sich die konjunkturelle Verfassung des Euroraums sichtbar verbessert. Das zeigen sowohl die Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt als auch die Frühindikatoren, wie z. B. die Einkaufsmanagerindizes des Dienstleistungs- und Industriesektors, auch wenn aktuell eine leichte Dämpfung zu verzeichnen ist (Abb. 1b und 1c).

Die Frühindikatoren zeigen einen deutlichen Aufwärtstrend und liegen seit Mitte 2013 über der Wachstum signalisierenden Schwelle von 50 Punkten. Das reale Wirtschaftswachstum im Euroraum lag im vergangenen Jahr bei rund 1,5 % und damit 0,4 Prozentpunkte höher als in 2014. Das Wachstum dürfte in den kommenden zwei Jahren aufwärts gerichtet bleiben, wenngleich höhere Abwärtsrisiken belasten. Die Europäische Kommission prognostiziert für dieses und das kommende Jahr ein Wirtschaftswachstum von 1,7 bzw. 1,9 %. Für

den Arbeitsmarkt erwartet sie bis Ende 2017 einen moderaten Rückgang der Arbeitslosenquote auf 10,2 %.

### **Dreiklang stützt Wachstum im Euroraum**

Der Aufschwung wird von drei makroökonomischen Faktoren unterstützt. Sinkende Energiekosten, ein günstiger Außenwert des Euro und historisch niedrige Finanzierungskosten stützen die wirtschaftliche Erholung. Der gesunkene Außenwert des Euro dürfte dabei die Wettbewerbssituation der Unternehmen aus der Währungsunion im Verhältnis zum Ausland verbessert haben. So können Peripheriestaaten wie Spanien, Portugal, Irland und Italien im Zuge gestiegener Exporte aber auch gesunkener Importe mittlerweile einen positiven Außenbeitrag vorweisen. Das zeigen die aktuellen Zahlen der Europäischen Kommission. Die niedrigen Energiekosten im Zuge eines rückläufigen Ölpreises wiederum leisten einen wesentlichen Beitrag zu einer höheren Kaufkraft des Privaten Sektors. Der private Konsum im Währungsraum dürfte davon profitieren und das Wachstum im Währungsraum stützen.

Die Jahreswachstumsrate der Investitionen erhöhte sich ebenfalls in den vergangenen Jahren und zwar von -2,5 % in 2013 auf zuletzt 2,2 %. Angesichts der historisch niedrigen Zinsen fällt die Investitionstätigkeit aber mild aus. Die hohe Unsicherheit seitens der Unternehmen über die weitere Entwicklung in Politik und Wirtschaft in den schwächer wachsenden Euro-Volkswirtschaften wie auch die immer noch hohen Verschuldungsraten des Privaten

## Meinung

ten Sektors in einigen Euro-Staaten dämpft die Investitionsbereitschaft. Die mäßige Nachfrage der Unternehmen nach Krediten, die sich in einer schwachen Kreditvergabe widerspiegelt, unterstreicht diese Entwicklung.

### Reformen haben Euroraum gestärkt

Zusätzlich zu den drei genannten Faktoren dürfte auch die erfolgreiche Umsetzung einer ganzen Reihe von Strukturreformen in den ehemaligen Programmländern mehr und mehr zu Erholung beitragen. Bis auf Griechenland konnten im vergangenen Jahr alle (ehemaligen) Programmländer des Euroraums ein positives Wirtschaftswachstum verzeichnen. Besonders Spanien und Irland erreichten mit über 3 und knapp 7 % in 2015 hohe reale Wachstumsraten.

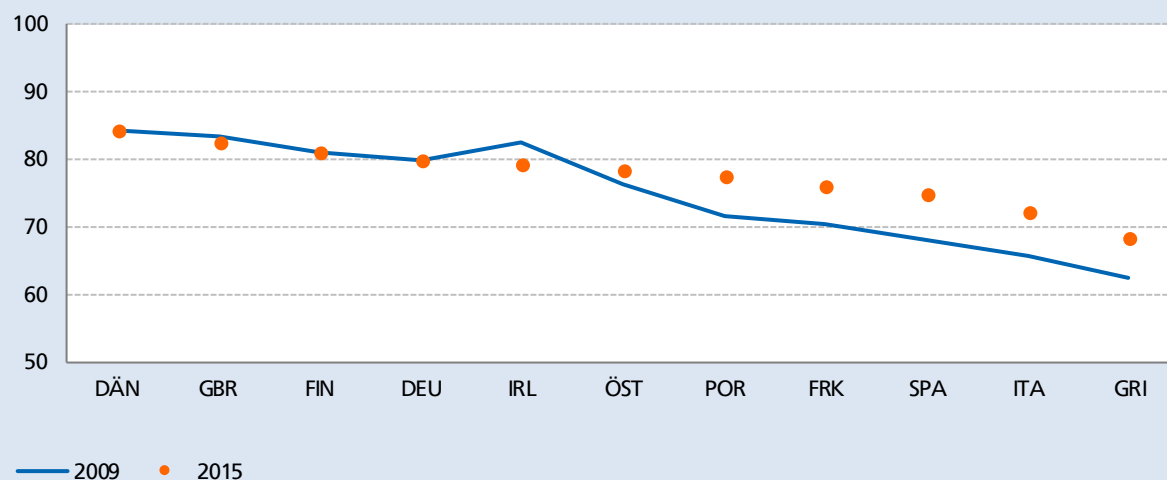
Die strukturellen Fortschritte lassen sich gut an der Entwicklung des international anerkannten Ease-

of-Doing-Business Indikators der Weltbank ablesen. Der Indikator misst die Einschränkungen der Unternehmenstätigkeit durch Regulierungen und einen mangelnden Schutz der Eigentumsrechte in mehr als 180 Ländern. Ein höherer Indexwert weist dabei eine unternehmerfreundlichere Regulierung aus.

Der Weltbank-Index zeigt, dass sich insbesondere in der Euro-Peripherie die wirtschaftsstrukturellen Bedingungen für Unternehmen gegenüber 2009 deutlich verbessert haben. Die Indexwerte von Italien, Portugal, Spanien und Griechenland stiegen im Vergleich zum Basisjahr deutlich an. Der Indexwert von Deutschland tendierte hingegen im gleichen Zeitraum auf höherem Niveau seitwärts. So bedeutet zum Beispiel der Wert von Griechenland in Höhe von 68 Punkten, dass die Wirtschaftsfreundlichkeit im Schnitt 32 % unter der besten Performance des Indexes - gemessen über den gesamten Zeitraum und das gesamte Länderpanel hinweg - lag.

**Wirtschaftsfreundlichere Strukturen in Südeuropa**  
Ease-of-Doing-Business Indikator der Weltbank, Indexwert

Abb. 2



Quelle: Thomson Reuters Datastream

---

## Meinung

---

### Wirtschaftspolitik ist gefragt

Trotz der steten aber milden Erholung der Euro-Wirtschaft ist die Genesung des Euroraums noch lange nicht abgeschlossen. Eine neuerliche Rezession würde den Euroraum daher sicher schwer treffen. Immer noch leidet der Euroraum unter den Lasten des Überschusses aus dem vergangenen Jahrzehnt. Sowohl die Verschuldung der Öffentlichen Hand und des Privaten Sektors als auch eine Reihe von größeren Finanzhäusern in den Peripherieländern befinden sich immer noch in einer wenig robusten Situation.

Die Wirtschaftspolitik ist daher dazu aufgerufen, die Wettbewerbsfähigkeit in den Peripherie- aber auch in den Kernstaaten des Euroraums weiter zu erhöhen. Die Politik scheint vielerorts in Europa die Robustheit der eigenen Volkswirtschaften zu überschätzen. Erst Ende Februar wies die Europäische Kommission im Zuge des Europäischen Semesters auf die noch unzureichende internationale Wettbewerbsfähigkeit der französischen Wirtschaft hin.

Gleichwohl befindet sich die Wirtschaft und insbesondere auch die Finanzwirtschaft des Euroraums in einem deutlich stabileren Zustand befindet als noch zu Beginn dieses Jahrzehnts. Das zeigen sowohl die höheren Kernkapitalquoten der europäischen Geldhäuser als auch die sich sichtbar verbesserten Finanzierungskonditionen der Euro-Finanzbranche.

Auch der Ease-of Doing-Business-Indikator verdeutlicht, dass die Peripheriestaaten ein gutes

Stück vorangekommen sind. Der Index zeigt aber auch, dass nicht nur bei den wachstumschwächeren sondern auch bei den Kernländern, wie auch in Deutschland, struktureller Verbesserungsbedarf besteht. Darüber hinaus deuten die Zahlen der Weltbank darauf hin, dass die institutionelle Wachstumsfreundlichkeit innerhalb der Währungsunion immer noch ausgesprochen heterogen ausfällt. Diese gilt es in den kommenden Jahren weiter abzubauen, auch im Sinne einer einheitlicher wirken könnenden Geld- und Wirtschaftspolitik.

#### Autor:

Jan Philip Weber

Mail: [j.weber@bvr.de](mailto:j.weber@bvr.de)

## Geldpolitik und Geldmarkt

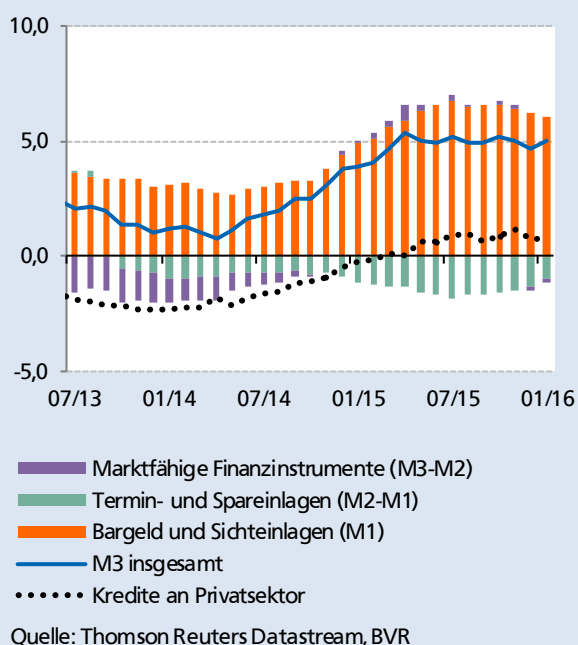
### Kreditwachstum bei 0,8 %

Die Kreditvergabe der Banken im Währungsraum an den privaten Sektor fiel im Januar positiv aus. Insgesamt stieg der Bestand an Krediten an Unternehmen und private Haushalte im Vergleich zum Vorjahresmonat um 0,8 %. Im Dezember 2015 hatte der Bestand an Krediten noch 0,7 % über seinem Vorjahresniveau gelegen. Die Kreditvergabe an Firmen im Euroraum stieg binnen Monatsfrist um 23 Mrd. Euro. Das entsprach einer Jahreswachstumsrate in Höhe von 0,6 %. Im Dezember zeigten die Zahlen der EZB im Zuge eines scharfen Einbruchs in Höhe von 19 Mrd. Euro lediglich eine Jahreswachstumsrate von 0,1 % für die Unternehmenskredite an. Die Kreditvergabe an private Haushalte entwickelt sich hingegen weniger volatil. Sie stieg im Monatsvergleich um 6 Mrd. Euro, nachdem sie im Vormonat seitwärts tendiert war. Damit lag der Bestand der Kredite an die privaten Haushalte im Januar 2016 um 1,4 % höher als ein Jahr zuvor.

### Geldmengenwachstum bei 5,0 %

Das Geldmengenwachstum im Euroraum lag im Januar 2016 bei einer saisonbereinigten Jahreswachstumsrate von 5,0 %. Die Geldmengendynamik fiel damit etwas höher aus als Ende 2015. Im Dezember hatte die Jahreswachstumsrate von M3 noch bei 4,7% gelegen. Wie auch schon in den Monaten zuvor wurde das Wachstum maßgeblich von der besonders liquiden Geldmenge M1 getrieben. Ihr Wachstumsbeitrag lag bei 6,1 Prozentpunkten und damit 0,1 Prozentpunkte unter ihrem Vormo-

Beiträge zum M3-Wachstum  
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



natswert. Der Wachstumsbeitrag der Termin- und Spareinlagen fiel mit -1,0 Prozentpunkten hingegen 0,3 Prozentpunkte höher aus als im Dezember. Der Beitrag der marktfähigen Finanzinstrumente trug im Januar mit -0,1 % negativ aus.

## Geldpolitik und Geldmarkt

### Ausgeglichene Preisrisiken im Euroraum

Das mittelfristige Inflationsrisiko ist in den ersten beiden Monaten des neuen Jahres sichtbar zurückgegangen. Ausschlaggebend waren zum einen rückläufige Energiepreise im Zuge des starken Preisverfalls auf dem Rohölmarkt. Zum anderen trübten sich die Konjunkturerwartungen für den Währungsraum im Januar und Februar ein. Sie wirkten sich negativ auf die Entwicklung des Barometers zur Messung des mittelfristigen Inflationsrisikos des BVR aus.

Aktuell liegt der BVR Zins-Tacho bei 44 von 100 möglichen Punkten. Er befindet sich damit 5 Punkte unter seinem Jahresendwert. Besonders deutlich war der Rückgang des Konjunkturindikators, der zu 50 % in die Berechnung des Gesamtindikators eingeht. Er verringerte sich seit Ende 2015 um 6 Zähler auf 53 Punkte. Der Unterindikator für

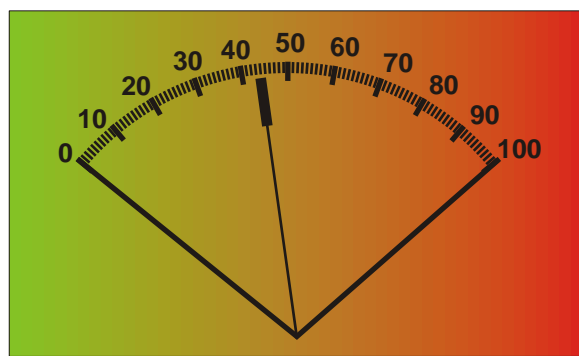
den inflationären Einfluss der Preise und Kosten innerhalb des Euroraumes sank im gleichen Zeitraum um 4 auf 32 Zähler. Einzig die Liquidität nahm im Zuge einer höheren Kredit- und Geldmengendynamik um 4 Punkte zu.

Trotz des Rückganges weist der Zins-Tacho immer noch moderate Preisrisiken für den Währungsraum aus. Weder ein erhöhtes Inflations- noch ein besorgniserregendes Deflationsrisiko zeigt das Barometer momentan an, auch wenn die Inflationsrate im Euroraum aktuell im Zuge der niedrigen Ölpreise auf historisch niedrigem Niveau verharret.

### Zinsen auf dem Geldmarkt weiter unter Druck

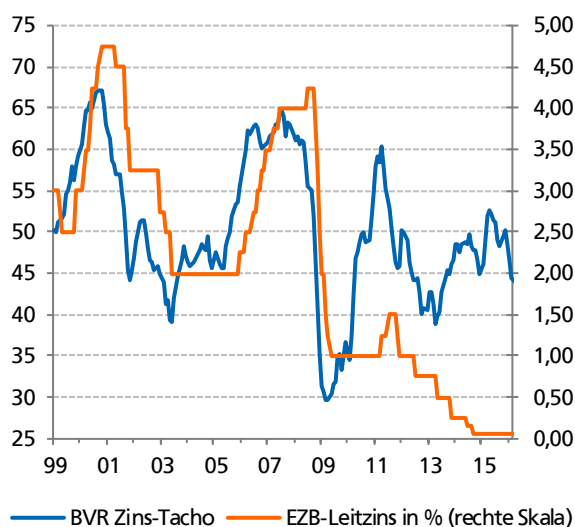
Spekulationen über weitere geldpolitische Lockerungsschritte der EZB haben die Terminzinsen auf dem europäischen Geldmarkt im Februar zurückgehen lassen. Auf der letzten geldpolitischen

**BVR Zins-Tacho**



	Dez 15	Jan 16	Feb 16
BVR Zins-Tacho	49	46	44
Konjunktur (50 %)	59	56	53
Preise/Kosten (40 %)	36	33	32
Liquidität (10 %)	47	51	51

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



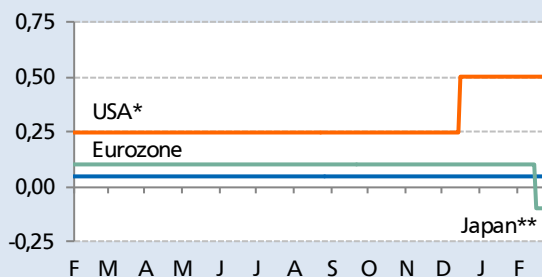
## Geldpolitik und Geldmarkt

Sitzung der europäischen Notenbank kündigte EZB-Präsident Mario Draghi an, dass der Rat die aktuelle Geldpolitik auf der kommenden Sitzung am 10. März noch einmal überprüfen und gegebenenfalls nachsteuern werde. Auslöser sind die erhöhten makroökonomischen Risiken im Zuge der konjunkturellen Probleme in den Schwellenländern und der im Zuge des scharfen Ölpreisverfalls niedrigen Inflationsrate im Währungsraum.

Während EZB-Präsident Mario Draghi im Laufe des Monats noch einmal die Handlungsfähigkeit der EZB verbal hervorhob, dämpfte der Notenbankpräsident Ewald Nowotny die Erwartungen an den Märkten leicht, indem er vor überzogenen Erwartungen an den Finanzmärkten warnte. So bestehe das Risiko wie im vergangenen Dezember, dass Investoren und Anleger einen deutlich kräftigeren Lockerungsschritt im März erwarten, als realistisch sei.

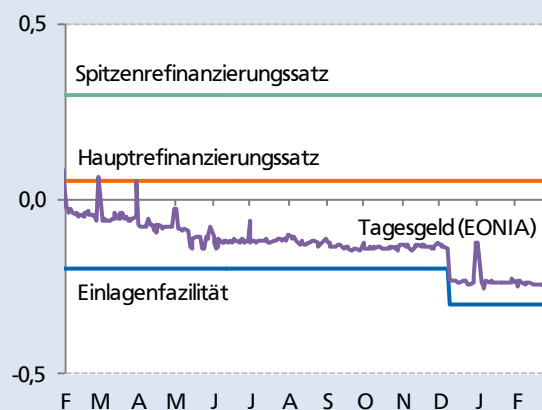
Die Terminzinsen sind seit Ende Januar noch einmal deutlich zurückgegangen. Der 3-Monats-Euribor notierte am 26. Februar 4 Basispunkte niedriger bei -0,20 %. Der Zins für Jahresgelder fiel um 3 Basispunkte auf -0,02 %. Der Tagesgeldsatz notierte im Monatsschnitt bei -0,24 % und damit wenig verändert zum Vormonat Januar.

**Notenbankzinsen international**  
in %

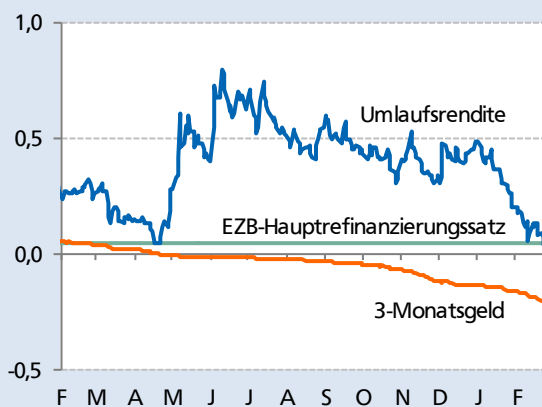


\*Die Federal Reserve hat seit 16.12.2008 einen Zielbereich von 0-0,25 % für die Federal Funds Target Rate festgesetzt. \*\*Die Bank of Japan hat seit 19.12.2008 ein Tagesgeld-Zielbereich von rund 0,1 % festgesetzt.

**Wichtige Zinsen im Euroraum**  
Zinssätze in %



**Geld- und Kapitalmarkt**  
Zinssätze in %



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Rentenmarkt

### Bundesanleihen bleiben gefragt

Die Renditen von Bundesanleihen folgten im Februar einem steten Abwärtstrend. Die starke Nachfrage nach Sicherheit wurde in erster Linie von der schwachen Performance der Aktienmärkte getragen. Der anhaltend niedrige Ölpreis und die damit verbundenen Sorgen um das Wachstum der Weltwirtschaft ließen die Anleger verstärkt bei risikoärmeren Anlageklassen zugreifen. Der Trend verstärkte sich, nachdem die OECD ihre Wachstumsprognosen für die USA und Europa leicht verringerte. Für den Euroraum erwartet die Organisation für wirtschaftliche Entwicklung und Zusammenarbeit aus Paris in 2016 ein um 0,4 Prozentpunkte niedrigeres BIP-Wachstum in Höhe von 1,4 %. Vereinzelt gute Konjunkturdaten aus den USA und dem Euroraum sorgten zeitweise für leichte Gegenbewegungen. Die Konflikte innerhalb der EU in der Flüchtlingskrise sowie die Diskussionen um einen bevorstehenden Brexit sorgten für zusätzliche Verunsicherung.

Die Umlaufrendite fiel bis zum 26. Februar um 15 Basispunkte auf 0,05 %. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen fiel im gleichen Zeitraum um 19 Basispunkte auf 0,15 %. Die Renditen von zehnjährigen US-Staatsanleihen fielen im Vergleich zum Vormonatsultimo um 17 Basispunkte auf 1,76 %. Staatspapiere aus Südeuropa waren weniger stark gefragt. Angesichts der politisch hohen Unsicherheiten in Spanien und Portugal verzeichneten Anleihen aus diesen Ländern zum Teil deutliche Renditeaufschläge.

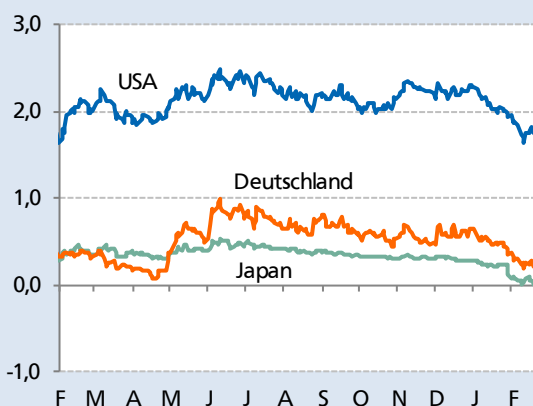
#### Zinsstruktur am Rentenmarkt

Spread Bundesanleihen mit Restlaufzeiten 10/1 Jahr, in %



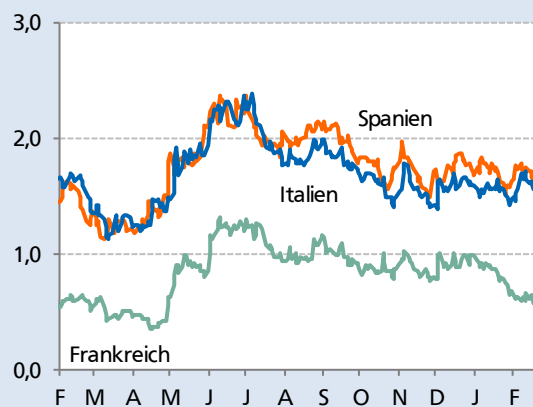
#### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



#### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Quelle: Thomson Reuters Datastream

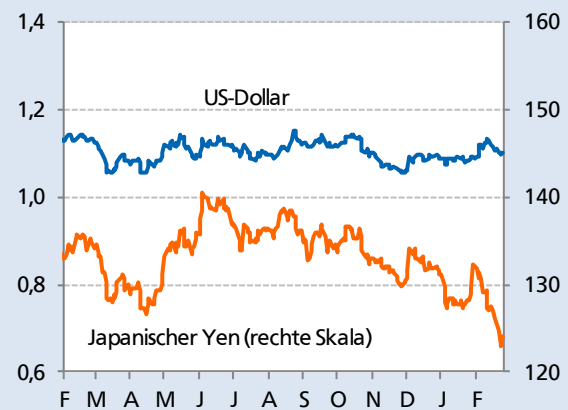
## Devisenmarkt

### Euro legt leicht zu

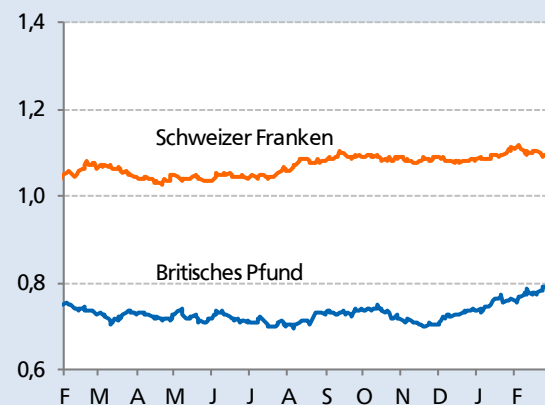
Der Euro hat im Februar gegenüber dem US-Dollar zulegen können. Grund war eine Dollarschwäche. An den Devisenmärkten wurde zunehmend die wirtschaftliche Erholung der US-Wirtschaft in Frage gestellt. Die konjunkturelle Lage in den USA gilt als ein wichtiger Gradmesser für die zukünftige US-Geldpolitik. Vor diesem Hintergrund stärkten die nachlassenden Konjunkturerwartungen die Spekulationen über einen deutlich schwächeren Zinsanhebungszyklus in den USA. Als Safe-Haven Währung konnte der US-Dollar jedoch im Monatsverlauf auch von der steigenden Unsicherheit über den weltweiten Konjunkturverlauf profitieren. Auf Monatssicht bleibt dem Euro ein Plus von einem 1 US-Cent gegenüber dem Greenback. Am 26. Februar notierte der Euro-Dollar Kurs bei 1,10 US-Dollar je Euro.

Spekulationen über einen möglichen Brexit schwächten derweil das britische Pfund. Der Euro gewann im Februar rund 3 Pence gegenüber dem Pfund und lag zum Ende des Monats bei 0,79 Pfund. Das war der niedrigste Stand seit Dezember 2014. Die Einigung auf ein Reformpaket, das Großbritannien einen Sonderstatus in der EU zubilligt, konnte die Sorgen nicht zerstreuen. Vielmehr heizte der Londoner Bürgermeister Boris Johnson mit seinem Bekenntnis für einen Austritt Großbritanniens aus der EU die Stimmung zusätzlich an. Die Briten werden am 23. Juni in einem Volksentscheid über ihren Verbleib in der EU abstimmen.

**Euro-Wechselkurs (I)**  
Ausländerwährung pro Euro



**Euro-Wechselkurs (II)**  
Auslandswährung pro Euro



**Effektiver Wechselkurs des Euro\***  
in EUR, Quartal 1, 1999 = 100



\*Nominale Wertentwicklung des Euro gegenüber den 19 wichtigsten Handelspartnern des Euroraums. Eine Bewegung nach oben entspricht einer Aufwertung des Euro  
Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Aktienmarkt

### DAX mit Verlusten

Der DAX hat im Februar erneut deutliche Kursverluste hinnehmen müssen. Grund hierfür waren anhaltende Sorgen um den Zustand der Weltwirtschaft und die Angst vor Kreditausfällen im Finanzsektor. Viele suchten daraufhin ihr Heil in sicheren Anlageformen, wie z. B. Staatspapieren, und trennten sich von Aktien. Der stark schwankende Ölpreis wurde zunehmend zum Barometer der Erwartungen für die Weltkonjunktur, was die Kursvolatilitäten im Monatsverlauf deutlich erhöhte.

In der zweiten Monatshälfte kam es zwischenzeitlich zu einer moderaten Gegenbewegung. Eine leichte Erholung des Ölpreises sowie die Aussicht auf eine Pause im Zinserhöhungszyklus der Fed ließen die Kurse steigen. Zum Ende des Monats kehrten die Sorgen an die Finanzmärkte zurück. Eine besondere Rolle spielten hierbei nicht nur die politischen Bruchlinien innerhalb der EU in der Flüchtlingskrise. Auch sorgte die Furcht vor einem Brexit für schlechte Stimmung.

Der DAX lag am 26. Februar bei 9.513 Punkten. Das waren 2,9 % weniger als zum Vormonatsultimo. Der US-Leitindex stieg im gleichen Zeitraum um 1,1 % seines Vormonatsultimos und notierte zum Ende des Monats bei 16.640 Punkten.

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



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



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Eurokonjunktur

### Wachstum setzt sich fort

Zum Jahresende 2015 ist die Wirtschaftsleistung im Euroraum erneut gestiegen. Nach vorläufigen Angaben von Eurostat expandierte das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Währungsraums im vierten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,3 %. Das Wachstumstempo blieb damit gegenüber dem Sommerquartal unverändert. Unter den großen Euroraum-Staaten wies Spanien (+0,8 %) abermals den kräftigsten Zuwachs auf. In Deutschland (+0,3 %), Frankreich (+0,2 %) und Italien (+0,1 %) fiel das Wirtschaftswachstum hingegen schwächer aus. Detaillierte Angaben zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im vierten Quartal werden von Eurostat am 8. März veröffentlicht.

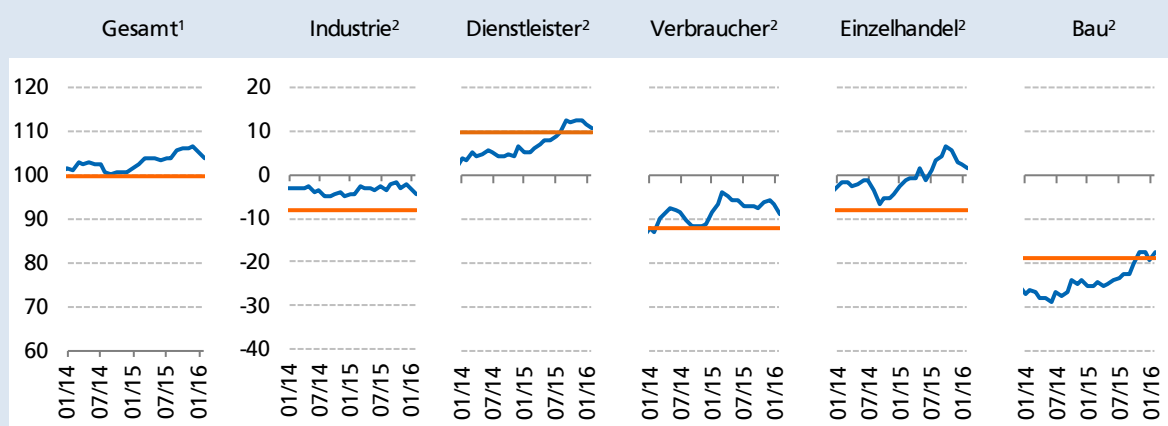
Auch im neuen Jahr 2016 ist trotz des schwieriger gewordenen internationalen Umfelds mit einem weiteren Anstieg des Euroraum-BIP zu rechnen.

Die Experten der OECD gehen in ihrem aktualisierten Wirtschaftsausblick davon aus, dass das BIP kalenderbereinigt um 1,4 % zulegen wird und damit ähnlich stark wie im Vorjahr (1,5 %). Für Deutschland prognostizieren sie einen BIP-Zuwachs um 1,3 %.

### Wirtschaftsstimmung trübt sich ein

Angesichts einer Reihe von belastenden Faktoren, wie der Sorgen um einen möglichen Austritt Großbritanniens aus der EU und der Furcht vor einem möglichen Zusammenbrechen des Schengen-Raums hat sich die wirtschaftliche Stimmung im Euroraum eingetrübt. Wie die EU-Kommission mitteilte ist der Wirtschaftsklimaindex im Februar gegenüber dem Vormonat um 1,3 Punkte auf 103,8 Punkte gesunken. Der Konjunkturindikator hatte bereits im Dezember merklich nachgegeben. Er befindet sich aber noch immer deutlich über seinem langjährigen Durchschnittswert von 100 Punkten.

#### Wirtschaftsklima im Euroraum



1) Euroraum, in Punkten - Gewichtung: 40 % Industrievertrauen, 30 % Dienstleistungsvertrauen, 20 % Verbrauchervertrauen, 5 % Einzelhandelsvertrauen, 5 % Bauvertrauen

2) Saldo in Prozentpunkten (= Differenz aus positiven und negativen Antworten)

Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Eurokonjunktur

### Industrieproduktion gesunken

Die Industrieproduktion des Euroraums ist im Dezember erneut zurückgegangen. Gemäß den ersten amtlichen Schätzungen gab der Ausstoß gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um deutliche 1,0 % nach. Im November war die Produktion ebenfalls gesunken (-0,5 %). Für die kommenden Monate lässt der Order-Indikator aber eine Stabilisierung der Produktion erwarten. Der Indikator ist im Januar zwar gegenüber dem Vormonat etwas zurückgegangen (um 1,1 Punkte auf -10,3 Punkte). Er befindet sich aber weiterhin sichtlich über dem entsprechenden Wert des Vorjahres.

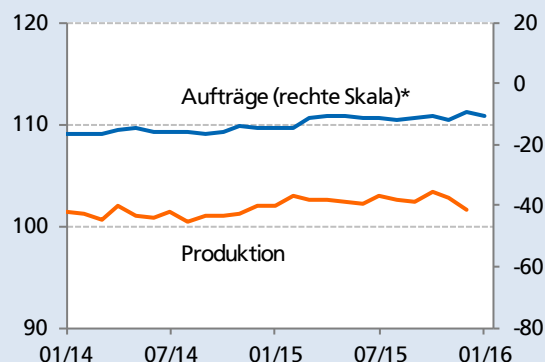
### Inflationsrate leicht gestiegen

Im Januar hat sich der allgemeine Preisauftrieb im Währungsraum geringfügig erhöht. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) lag um 0,3 % über seinem Vorjahreswert. Im Dezember hatten die Verbraucherpreise noch um 0,2 % zugelegt. Für den Anstieg der Inflationsrate waren unter anderem die Dienstleistungspreise verantwortlich, die etwas stärker stiegen als zuvor. Auf der Erzeugerstufe sind die Preise aber weiterhin rückläufig. Der Erzeugerpreisindex ist zuletzt, im Dezember, um 3,0 % gesunken.

### Niedrigere Arbeitslosenquote

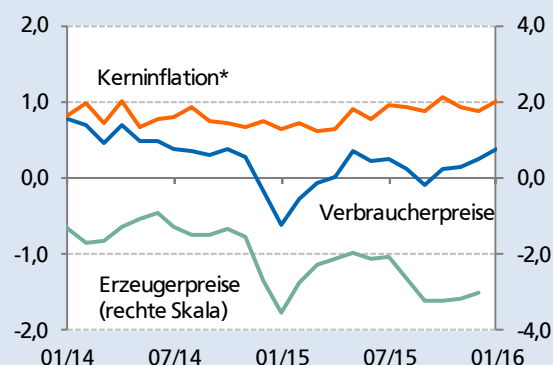
Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote des Euroraums tendiert weiter nach unten. Nach jüngsten amtlichen Berechnungen gab sie von 10,5 % im November auf 10,4 % im Dezember nach.

**Aufträge und Produktion**  
Euroraum, saisonbereinigt



\*Order-Indikator der EU-Kommission

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



\*ohne Energie und unbearbeitete Lebensmittel

**Arbeitslosenquote**  
Euroraum, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

# Deutsche Konjunktur

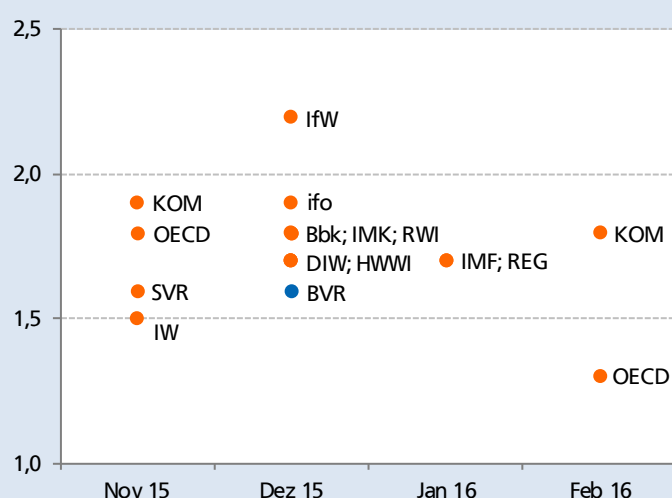
## Aufschwung hält an

Der konjunkturelle Aufschwung Deutschlands hat sich zum Jahresende 2015 fortgesetzt. Nach ersten amtlichen Schätzungen legte das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) im vierten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,3 % zu. Der BIP-Anstieg fiel damit geringfügig stärker aus als vom BVR im Rahmen der Dezember-Konjunkturprognose erwartet worden war (+0,2 %). Im Sommerquartal hatte die Wirtschaftsleistung ebenfalls um 0,3 % zugenommen. Wachstumsimpulse gingen im Jahresendquartal erneut von den privaten Konsumausgaben aus, die um 0,3 % zulegten. Vor dem Hintergrund der Mehraufwendungen in Folge der anhaltenden Flüchtlingsmigration nahmen die staatlichen Konsumausgaben (+1,0 %) jedoch noch stärker zu. Darüber hinaus trug der Anstieg der Bruttoanlageinvestitionen (+1,5 %) merklich zum BIP-

Wachstum bei. Insbesondere in Bauten (+2,2 %) wurde deutlich mehr investiert. Der Außenhandel wirkte hingegen insgesamt dämpfend, da die Exporte (-0,6 %) etwas nachgaben, während die Importe (+0,5 %) leicht stiegen.

Zu Jahresbeginn 2016 dürfte die deutsche Wirtschaft auf ihrem soliden Wachstumskurs bleiben. Dies legen zumindest modellbasierte Schätzungen des BVR nahe. Demnach ist im laufenden ersten Quartal erneut mit einem BIP-Verlaufsrate von 0,3 % zu rechnen. Für das gesamte Jahr 2016 kann aufgrund der insgesamt noch soliden harten Wirtschaftsdaten die Prognose von 1,6 % aus dem Dezember noch gehalten werden. Die Abwärtsrisiken der Prognosen sind jedoch wegen der schwächeren Entwicklung in den Schwellenländern und der jüngsten Finanzmarkturbulenzen merklich gestiegen.

**Konjunktur 2016 - 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, Düsseldorf
- 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

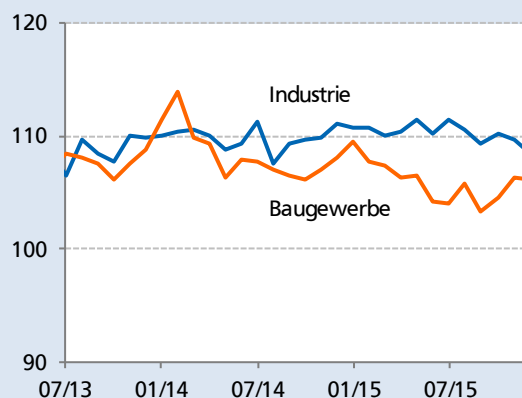
### Schwache Produktions- und Außenhandelsdaten

Die Monatsdaten zur Industrieproduktion und zum Außenhandel sind jüngst überwiegend verhalten ausgefallen. So hat sich die Produktion im Dezember um 1,1 % vermindert, nachdem sie zuvor um 0,5 % zurückgegangen war. In den kommenden Monaten dürfte es aber zu einer Festigung der industriellen Erzeugung kommen. Dies legt zumindest die Entwicklung des Industrie-Auftragseingangs nahe. Zwar ist der Auftragseingang im Dezember mit einer Verlaufsrate von 0,7 % gesunken, wofür eine merkliche Verminderung der Inlandsorders (-2,5 %) verantwortlich war, die nur bedingt durch eine leicht zunehmende Auslandsnachfrage (+0,6 %) kompensiert werden konnte. Im gesamten vierten Quartal legten die Aufträge jedoch um 1,0 % zu. Der grenzüberschreitenden Handel Deutschlands hat sich im Dezember abgeschwächt. Sowohl die Exporte als auch Importe sind gegenüber dem Vormonat kalender- und saisonbereinigt um 1,6 % zurückgegangen. Das gesamte Jahr 2015 wurde aber mit neuen Höchstständen bei den Warenexporten und -importen abgeschlossen. Die Ausfuhren sind gegenüber dem Vorjahr um kräftige 6,4 % auf 1.195,8 Mrd. Euro gestiegen. Die Einfuhren legten um 4,2 % auf 948,0 Mrd. Euro zu.

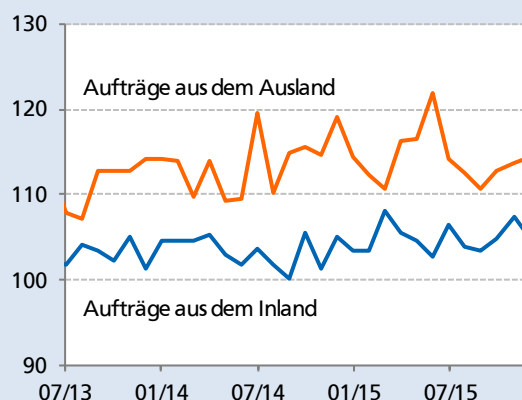
### Eintrübung der Konjunkturerwartungen

Vor dem Hintergrund der anhaltenden Sorgen um die globale Wirtschaftsentwicklung sowie der gestiegenen Unsicherheit über die wirtschaftspoliti-

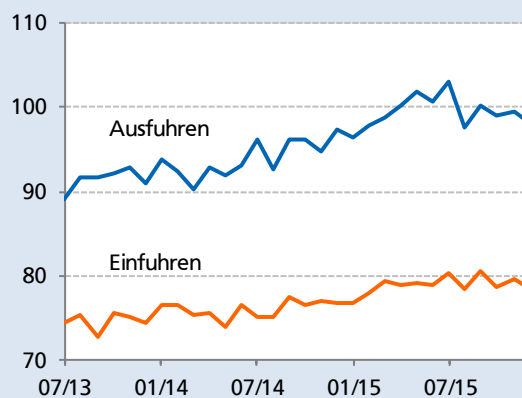
**Produktion**  
2010=100, preis- und saisonbereinigt



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



**Außenhandel**  
in Mrd. Euro, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

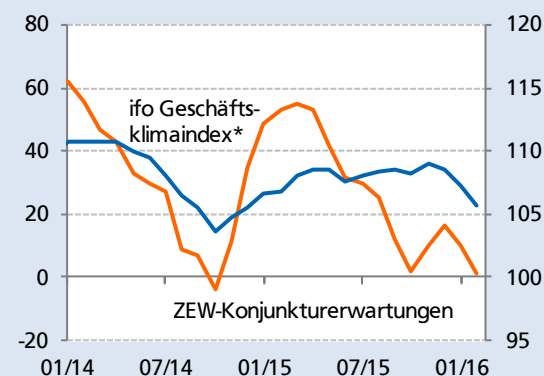
## Deutsche Konjunktur

sche Entwicklung in Europa (Debatte um „Brexit“ und Schengen-Raum) sind die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland erneut zurückgegangen. Der auf Grundlage einer monatlichen Umfrage unter Finanzmarktexperten ermittelte Stimmungsindikator ist im Februar merklich um 9,2 Punkte auf 1,0 Punkte gesunken, nachdem er bereits im Januar nachgegeben hatte. Auch der auf einer monatlichen Unternehmensbefragung basierende ifo Geschäftsklimaindex gab im Februar weiter nach. Er ist um deutliche 1,6 Punkte auf einen Stand von 105,7 Punkten gesunken. Für den nunmehr dritten Rückgang des wirtschaftlichen Frühindikators in Folge waren alleine die Geschäftserwartungen verantwortlich. Die aktuelle Geschäftslage wurde hingegen insgesamt positiver bewertet. Alles in allem legen die jüngsten Umfrageergebnisse für die nächsten Monate eine Abschwächung der Konjunkturdynamik nahe. Mit einem Abgleiten in eine Rezession ist angesichts der nach wie vor günstigen Arbeitsmarkt- und Verdienstentwicklung allerdings nicht zu rechnen.

### Inflationsrate bei 0,0 %

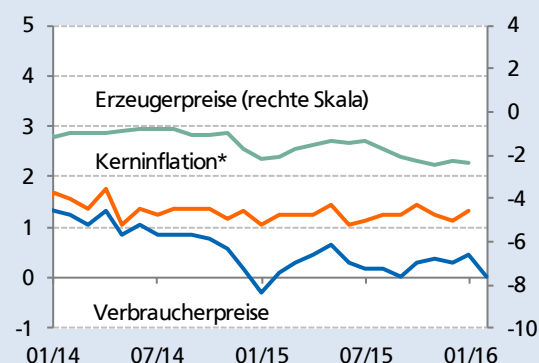
Die Inflationsrate Deutschlands ist jüngst deutliche gesunken. Nach vorläufigen Angaben des Statistischen Bundesamtes gab sie, basierend auf dem Verbraucherpreisindex (VPI), von 0,5 % im Januar auf 0,0 % im Februar nach. Ähnlich wie bereits in den Vormonaten wurde die Gesamtentwicklung erneut vor allem durch die Energiepreise beeinflusst. Energie hat sich im Februar jedoch stärker verbilligt als zuvor (-8,5 % gegenüber -5,8 %). In Hinblick auf die Erzeugerpreise gewerblicher Pro-

**Wirtschaftliche Einschätzung**  
saisonbereinigt



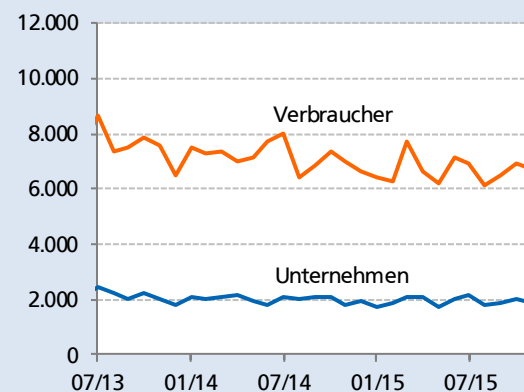
\*rechte Skala, 2010=100

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



\*ohne Energie und Lebensmittel

**Insolvenzen**  
Monatliche Fallzahlen



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Deutsche Konjunktur

dukt liegen für Februar noch keine Angaben vor. Im Januar lag der Erzeugerpreisindex um 2,4 % unter seinem Vorjahreswert.

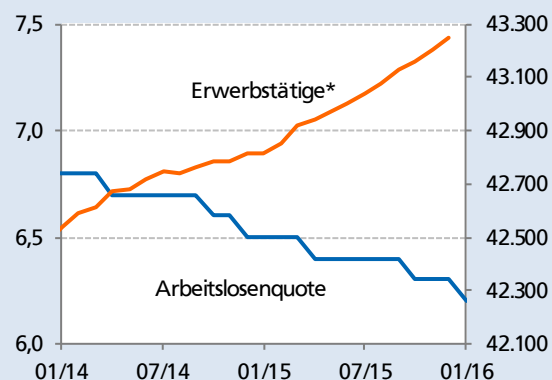
### Etwas mehr Firmenpleiten

In Deutschland hat sich der Abwärtstrend in den Monatsdaten zu den Unternehmensinsolvenzen im November zunächst nicht fortgesetzt. Wie das Statistische Bundesamt mitteilte, wurden von den Amtsgerichten 1.880 Unternehmensinsolvenzen gemeldet. Dies waren 3,5 % mehr Fälle als im November des Vorjahres. Über den Zeitraum der Monate Januar bis November betrachtet sind die Unternehmensinsolvenzen aber um 3,9 % zurückgegangen. Die Anzahl der Verbrauchinsolvenzen gab zeitgleich sogar um 7,7 % nach. Gemäß den amtlichen Angaben summierten sich die Gläubigerforderungen aus beantragten Firmenpleiten im November auf rund 1,4 Mrd. Euro. Gegenüber dem Vorjahresmonat ist die Forderungssumme somit um etwa 0,2 Mrd. Euro gesunken.

### Saisonal bedingter Anstieg der Arbeitslosigkeit

Die Lage am deutschen Arbeitsmarkt ist insgesamt nach wie vor vergleichsweise günstig. Nach Angaben der Bundesagentur für Arbeit (BA) nahm die Arbeitslosenzahl im Januar gegenüber dem Vormonat zwar um 239.000 auf 2,92 Mio. Menschen zu. Der Anstieg war jedoch allein auf jahreszeitliche Gründe zurückzuführen, da in einigen Wirtschaftsbereichen wie im Garten- und Landschaftsbau oder im Baugewerbe die Aktivitäten in den Wintermonaten üblicherweise vermin-

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



\*rechte Skala  
Quelle: Thomson Reuters Datastream

dert werden. In der um die üblichen saisonalen Faktoren bereinigten Rechnung hat die Arbeitslosenzahl dagegen um 20.000 abgenommen. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote ist im Januar gegenüber dem Vormonat von 6,3 % auf 6,2 % gesunken. Dass sich der Arbeitsmarkt weiterhin in einer guten Grundverfassung befindet lässt sich auch anhand der aktuellen Daten zur Erwerbstätigkeit und zur Beschäftigung belegen. So ist die Erwerbstätigenzahl nach jüngsten Schätzungen des Statistischen Bundesamts im Dezember saisonbereinigt gegenüber dem Vormonat um 44.000 Menschen gestiegen. Im Vorjahresvergleich legte sie um 439.000 auf 43,30 Mio. zu. Die Anzahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten ist gemäß der jüngsten BA-Hochrechnung von Oktober auf November saisonbereinigt um 76.000 Personen gestiegen. In den kommenden Monaten ist mit einer Fortsetzung des Stellenaufbaus zu rechnen. Darauf deutet zumindest der BA-Stellenindex BA-X hin, der im Januar um 4 Punkte auf einen Stand von 211 Punkte kletterte.