DIGITALES ARCHIV

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

**Periodical Part**

# Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2017

**Provided in Cooperation with:**
Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2017 (2017).

This Version is available at:
http://hdl.handle.net/11159/2993

**Kontakt/Contact**
ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft/Leibniz Information Centre for Economics
Düsternbrooker Weg 120
24105 Kiel (Germany)
E-Mail: *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/termsofuse

**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.*

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

BVR RESEARCH Berlin / 29. Juni 2017

# 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

## Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik bevor der Kreditzyklus rollt

Eine der wesentlichen Lehren aus der Finanzkrisen stellt die Erkenntnis dar, dass die Bedeutung der Kredit- und mit ihr spiegelbildlich die Verschuldungsentwicklung wichtige makroökonomische Kenngrößen darstellen. Eine exzessive Verschuldung in vielen Volkswirtschaften hinterließ in den Jahren nach der Krise deutliche Spuren in der wirtschaftlichen Entwicklung. In der wissenschaftlichen Literatur wurde zur Erklärung des Krisenphänomens darauf der Begriff des Finanz- bzw. Kreditzyklus wieder hervorgeholt, der bis dahin nur noch ein Relikt der keynesiansischen Theorieschule war.

Was hat es mit der Renaissance dieses Begriffs auf sich und weshalb sollte die Geldpolitik an diesem Interesse haben? In seiner ursprünglichen Bedeutung, wie der Begriff von Charles Kindleberger und Hyman Minsky in den 1970er Jahren geprägt wurde, beschreibt der Finanzzyklus ein dauerhaftes Muster von wiederkehrenden Finanzkrisen, denen voraus Phasen exzessiver Verschuldung gehen. Und insbesondere auf diese hat die Geldpolitik nach ihrer Überzeugung einen maßgeblichen Einfluss. Will sie eine stabile Wirtschaftsentwicklung fördern, so muss sie dafür Sorge tragen, dass sie bei einer sich andeutenden Kreditbelebung frühzeitig die Zügel strafft, um den Kreditzyklus zu „zähmen“.

Auch wenn derzeit im historischen Vergleich die Kreditentwicklung noch unterhalb des langfristigen Trends liegt, so ist ein Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum trotzdem angezeigt, da wenn die Kreditvergabe erst einmal in Schwung kommt, es einen langen Bremsweg benötigt, sie wieder aufzuhalten. Nicht selten endete ein Finanzzyklus in einer (inter)nationalen Bankenkrise. Im Vergleich zu den meisten anderen Euroländern ist der Zyklus in Deutschland bereits wieder ins Rollen gekommen. Institutionelle Faktoren und eine angemessene Geldpolitik der Bundesbank haben in der Vergangenheit die deutsche Wirtschaft vor einem Überrollen durch den Zyklus bewahrt. Dies muss jedoch nicht notwendigerweise so bleiben.

### Inhalt

**Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik bevor der Kreditzyklus rollt** 2
Dr. Manuel Peter
E-Mail: m.peter@bvr.de

**Finanzmärkte** 6
Dr. Manuel Peter
E-Mail: m.peter@bvr.de

**Konjunktur** 11
Dr. Manuel Peter
E-Mail: m.peter@bvr.de

## Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik bevor der Kreditzyklus rollt

Die europäische Konjunktur ist mit Schwung ins Jahr 2017 gestartet. Die BIP-Schätzungen für das erste Quartal bescheinigen dem Währungsraum eine anziehende Wachstumsdynamik. Selbst die „Sorgenkinder" des Euroraums, wie Italien oder Griechenland, haben mit einem Quartalswachstum von jeweils 0,4 % scheinbar zurück auf den Wachstumspfad gefunden. Eine mittlerweile anziehende Kreditvergabe lässt zudem auf ein Funktionieren der in der Krise gestörten geldpolitischen Transmissionskanäle schließen. Im Mai lag die Kreditvergabe bei Haushalten 2,6 %, bei Unternehmen 2,4 % über dem Vorjahresniveau. Ein Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik ist damit angezeigt.

Aus Deutschland kommen bereits seit längerem mahnende Stimmen, dass die Nullzinsen sowie die enorm hohe Liquidität, die die EZB dem Markt zuführt, nur wieder in eine Situation münden würde, wie sie am Vorabend der Krise im Euroraum vorzufinden war. Eine für die südeuropäischen Staaten zu lockere Geldpolitik ließ damals die Verschuldung in diesen Ländern auf neue Höhen klettern und hinterließ nach dem Boom überschuldete und wachstumsschwache Volkswirtschaften.

Die Krise im Euroraum schien damals selbst Ökonomen zu überraschen, weshalb auch in der Wissenschaft ein Umdenken stattfand. Ein reibungsloser Finanzsektor, der ohne Krisen jederzeit effizient Ressourcen zuteilt, war nicht länger ein Credo. In diesem Zusammenhang wurde die Theorie des Finanzzyklus wiederentdeckt, die das Problem wiederkehrender Überschuldungsphasen von Volkswirtschaften zu erklären schien. Sie wurde daher zuletzt nicht nur in der Wissenschaft populär, sondern spielt selbst in der Regulierung mittlerweile eine prominente Rolle.

### Was ist ein Finanzzyklus?

In seiner ursprünglichen Bedeutung beschreibt der Finanzzyklus ein dauerhaftes Muster von wiederkehrenden Finanzkrisen. Diese werden von einem schwankenden Risikoappetit der Märkte verursacht. Je stärker die Erinnerung an die letzte Krise verblasst, desto eher neigen Investoren zu riskanterem Verhalten, um steigende Renditen zu erwirtschaften. Damit einher geht eine steigende Kreditvergabe, die die Wirtschaft im Aufschwung kurzfristig weiter antreibt. Umgekehrt fällt die Wirtschaft in der darauffolgenden Phase in eine überdurchschnittlich lange Rezession, die sich durch das Bemühen der Haushalte und Unternehmen um eine Entschuldung kennzeichnet. Zumeist wird die Rezession von Verwerfungen im Finanzmarkt begleitet wie zuletzt in der Finanzkrise. Ein Finanzzyklus muss aber nicht zwangsläufig zu einer Finanzkrise führen. Vielmehr verdeutlicht die Theorie, dass es lange Phasen gibt, in denen die Konjunktur vom Finanzsektor gestützt bzw. gedämpft wird. Im Unterschied zu Konjunkturzyklen, die durchschnittlich nur wenige Quartale anhalten, handelt es sich beim Finanzzyklus um einen sehr trägen Prozess, der von 8 und bis zu 25 Jahre für einen Zyklendurchlauf benötigen kann. Die nur langsame Entwicklung des Zyklus führt dazu, dass auflaufende Risiken kaum bemerkt werden.

Die Bestimmung des Finanzzyklus orientiert sich eng an der Kreditentwicklung. Man findet daher oftmals synonym zum Finanzzyklus den Begriff des Kreditzyklus. Der gebräuchlichste Indikator ist die Kredit-BIP-Lücke. Die Kredit-BIP-Lücke nimmt eine Gleichgewichtsbeziehung zwischen der Kreditentwicklung und der Wirtschaftsleistung einer Volkswirtschaft an, die sich durch eine stabile Relation des Kredit- und BIP-Wachstums kennzeichnet. Eine über die Zeit trendmäßig ansteigende Verschuldung der Volkswirtschaft ist daher nicht ungewöhnlich, sondern war in den vergangenen Jahrzehnten die Regel. Der Intuition hinter dem Indikator ist, dass Kredite vorwiegend ein Mittel zur Durchführung von Investitionen darstellen, die Wachstum generieren sollen. Eine übermäßige Kreditvergabe, die ohne Investitionen auskommt, ist daher wenig nachhaltig, da der Verschuldung kein gestiegenes wirtschaftliches Potential gegenübersteht. Eine zu geringe Kreditvergabe und damit einhergehend geringe Investitionen zehren hingegen an der Substanz der Wirtschaft. Mittelfristige Abweichungen von dieser Beziehung werden danach als Anzeichen eines Kreditungleichgewichts angesehen. Damit führt lediglich eine über die gewöhnliche Dynamik hinausgehende Kreditvergabe zu einem Ansteigen des Zyklus.

Für die Bestimmung der Kredit-BIP-Lücke wird der Quotient aus der ausstehenden nominalen Kreditmenge an den privaten nicht-finanziellen Sektor und der Wirtschaftskraft eines Landes, dem BIP, gebildet. Dabei schwankt im Zeitverlauf dieser um einen langfristigen Trend, der mittels Filterverfahren (Hodrick-Prescott-Filter) bestimmt wird. Die Abweichungen vom so bestimmten Trend bilden ein zyklisches Muster. Die Differenz zwischen dem tatsächlichen Wert und dem Trend wird dann als Kredit-BIP-Lücke bezeichnet.

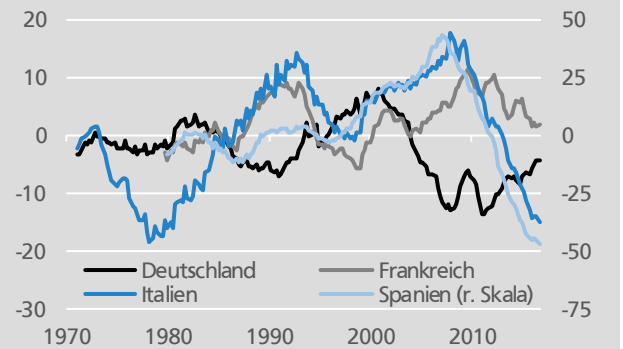
## Bisher keine Angleichung der Zyklen im Euroraum

Abbildung 1 und 2 zeigen die Entwicklung der Kredit-BIP-Lücken ausgewählter Länder des Euroraums. Auch mehr als 15 Jahre nach der Einführung der Gemeinschaftswährung weisen die Zyklen eine starke Heterogenität zwischen den Staaten auf. Vor allem zwischen den mittel- und südeuropäischen Volkswirtschaften zeigen sich deutlich Phasenverschiebungen, die auf zeitlich unterschiedlich starke Kreditdynamiken schließen lassen. Dies erschwert eine einheitliche Geldpolitik. Das deutliche Überschießen der Kreditzyklen in den südeuropäischen Ländern in den ersten Jahren der Währungsunion deutet zudem darauf hin, dass eine für die südeuropäischen Staaten zu lockere Geldpolitik die Entwicklung vor der Krise anheizte und in der Folge der Abschwung des Kreditzyklus umso ausgeprägter war. Gemessen an einer einfachen Taylor-Regel waren die Zinsen in den Jahren von 1999 bis 2007 deutlich zu gering.

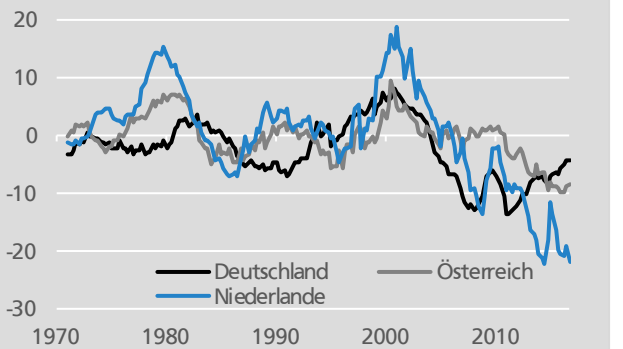
Die Taylor-Regel ist eine von dem US-Ökonomen John Taylor entwickelte einfache geldpolitische Regel, nach der sich der optimale Leitzins aus der Abweichung der Inflation von der angestrebten Zielgröße und der Abweichung des wirtschaftlichen Wachstums vom langfristigen Trend berechnen lässt. Unter Annahme eines gleichgewichtigen Realzinses von 2 % p. a. waren die Zinsen im Zeitraum von 1999 bis 2007 durchschnittlich 400 Basispunkte für Spanien bzw. 200 Basispunkte für Italien zu niedrig. Hingegen war für Deutschland das Zinsniveau nahezu deckungsgleich mit dem nach Taylor bestimmten Zinsniveau. Derzeit dreht sich die Situation dahingehend um, als das Zinsniveau für die mitteleuropäischen Staaten zu gering ist, während für einige südeuropäische Staaten dieses noch gerechtfertigt scheint.

Neben der Forderung, ein stärkeres Augenmerk in der Geldpolitik auf die derzeit ökonomisch stärkeren Volkswirtschaften zu richten, muss langfristig über eine Strategie nachgedacht werden, wie sich die Kreditzyklen zwischen den einzelnen Ländern angleichen lassen, um der EZB nicht dauerhaft den Spagat einer Geldpolitik zwischen heterogenen Ländern abzuverlangen. In der wissenschaftlichen Literatur finden sich hierzu

**Kreditzyklus ausgewählter Euro-Länder (1)** Abb. 1
Kredit-BIP-Lücken in Prozentpunkten




**Kreditzyklus ausgewählter Euro-Länder (2)** Abb. 2
Kredit-BIP-Lücken in Prozentpunkten




Kredit-BIP-Lücken sind definiert als Abweichungen des Quotienten aus der ausstehenden Kreditmenge an den privaten nicht-finanziellen Sektor und dem BIP vom seinem langfristigen Trend. Der Trend wurde mit Hilfe eines rekursiven einseitigen Hodrick-Prescott Filters (lambda = 400.000) bestimmt.
Quelle: BIS

Forderungen nach einer weiteren Integration des Binnenmarktes, wodurch langfristig sich die Volkswirtschaften in ihren Wirtschaftskreisläufen angleichen sollen. Ein intensiver Handel sowie eine hohe Arbeitskräftemobilität binden die Volkswirtschaften dabei stärker aneinander und führen zu einer einheitlicheren Wirtschaftsdynamik. Zudem ist eine schnellere Bereinigung der Bankbilanzen um faule Kredite in den südeuropäischen Ländern anzustreben, die eine Krediterholung derzeit noch bremst. Eine solche Strategie wäre vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Skepsis gegenüber dem Euro und Europa im Allgemeinen wünschenswert.

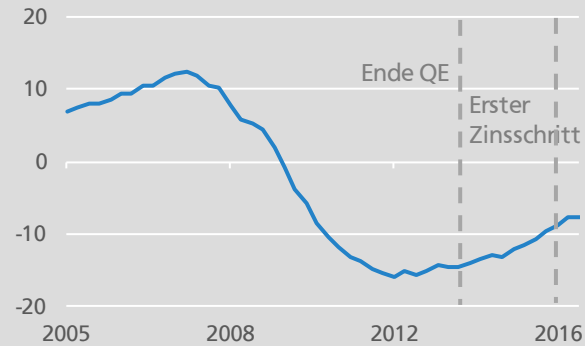
## Nur in Deutschland kommt der Zyklus bislang in Fahrt

Abbildung 2 der nationalen Kreditzyklen zeigt, dass sich die Kredit-BIP-Lücke in Deutschland im Unterschied zu den meisten Mitgliedsstaaten des Euroraums bereits langsam wieder schließt. Mit dafür verantwortlich dürfte sein, dass die deutsche Wirtschaft verhältnismäßig robust durch die Finanzmarktkrise wie auch durch die Euroschuldenkrise kam. Das heißt aber nicht, dass es nur aus deutscher Sicht angebracht ist, über einen Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik nachzudenken, um einer übermäßigen Kreditdynamik vorzubeugen. In Frankreich hat nach der Krise nur eine kleine Korrektur der bis dahin starken Kreditdynamik stattgefunden, die sich weiter über ihrem durchschnittlichen Niveau hält und Potential für ein zukünftiges Ansteigen birgt. Der Finanz- bzw. Kreditzyklus verhält sich äußerst träge, daher wirken geldpolitische Maßnahmen erst mit einer Verzögerung auf den Zyklus. Zusätzlich gestaltet sich ein geldpolitischer Exit langwierig. Es ist daher angeraten, früh die Weichen zu stellen, damit im nächsten Aufschwung der Zyklus nicht überschießt.

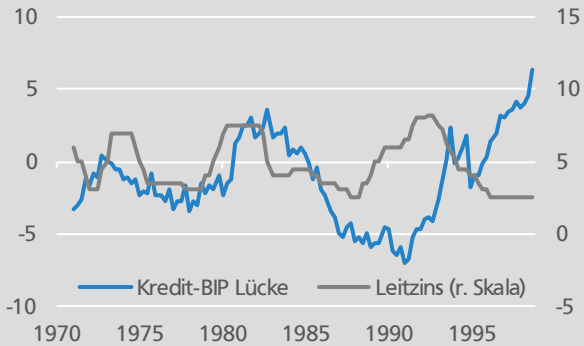
Das Beispiel der US-amerikanischen Zentralbank zeigt, dass eine frühzeitige Ausstiegsstrategie nicht warten sollte, bis der Finanzzyklus richtig in Schwung kommt (siehe Abb. 3). Bereits kurz nach dem Durchschreiten der Talsohle im Zyklus leitete die Fed ihren langsamen geldpolitischen Ausstieg Mitte 2013 ein, der bis heute anhält. Die Fed Bilanzsumme von über 4,5 Bill. US-Dollar ist noch immer so groß wie zum Ende des QE-Programms Ende 2013. Auch die Leitzinsen wurden in den vergangenen vier Jahren nur um 100 Basispunkte angehoben. Dabei hat die Fed die Kreditentwicklung nicht abgewürgt. Vielmehr hat die Fed eine behutsame Rückkehr der Verschuldungsdynamik zu ihrem langfristigen Trend eingeleitet. Die Europäische Zentralbank sollte diesem Beispiel folgen.

Bereits vor der Gründung der Währungsunion fuhr die deutsche Wirtschaft mit einer Geldpolitik, die sehr früh im Kreditzyklus die Zügel anzog, nicht schlecht

**Geldpolitische Wende der US-Zentralbank** Abb. 3
US-amerikanische Kredit-BIP-Lücke




**Deutscher Kreditzyklus und Leitzinsentwicklung** Abb. 4
Kredit-BIP-Lücke u. Diskontsatz der Bundesbank in Prozent




Kredit-BIP-Lücken sind definiert als Abweichungen des Quotienten aus der ausstehenden Kreditmenge an den privaten nicht-finanziellen Sektor und dem BIP vom seinem langfristigen Trend. Der Trend wurde mit Hilfe eines rekursiven einseitigen Hodrick-Prescott Filters (lambda = 400.000) bestimmt.
Quelle: BIS, Fed, Deutsche Bundesbank

(siehe Abb. 4). Bereits auf dem Tiefpunkt eines jeden Zyklus begann die Bundesbank, ihre Zinsen anzuheben und den expansiven Charakter der Geldpolitik einzuschränken, so auch 1988. Ähnlich wie heute sah sich die deutsche Volkswirtschaft damals mit einem historisch niedrigen Zinsniveau konfrontiert, obwohl das Wachstum der Wirtschaft bereits seit Mitte der 1980er Jahre wieder an Schwung gewonnen hatte. Zudem war die Bundesbank, wenn auch in wesentlich geringerem Maße als heute, durch das Louvre-Abkommen formell an ein Währungsarrangement gebunden, das eine weiter expansive Geldpolitik intendierte. Mitte 1988 begann die Bundesbank jedoch ihre geldpolitische Straffung einzuleiten, die international die Kritik hervorrief, Deutschland würde sich nicht an das Louvre-Abkommen halten.

Die Bundesbank hatte bei ihrem Vorgehen als Grundlage für ihre Entscheidung sicher nicht den Kreditzyklus im Kopf. Allerdings war die geldpolitische Wende eng mit der Strategie der Geldmengensteuerung verbunden, der die Bundesbank seit Mitte der 1970er Jahre folgte. Das Überschießen der Geldmengenziele in den Jahren 1986 und 1987 ließ eine weniger expansive Geldpolitik angebracht erscheinen. Das relevante Geldmengenaggregat wurde v. a. auf Basis der Kreditvergabe an den inländische Nichtbanken kalkuliert und kam damit der Konstruktion der Kreditzyklus doch sehr nahe. Während es in den Folgejahren trotz der Wiedervereinigung zu keiner Kreditblase in Deutschland kam, zeigten sich zu Beginn der 1990er Jahre in anderen Volkswirtschaften zahlreiche Banken- und Finanzkrisen in Folge von Kreditblasen, so in Italien (1990), Finnland (1992), Japan (1992) und Frankreich (1994). In diesen Ländern hatte der Kreditzyklus bereits einige Jahre vorher begonnen, weshalb die Straffung der weltweiten Geldpolitik im Zuge der Aufwertung der Deutschen Mark für diese Staaten zu spät kam.

Die im Gesamten geringe Volatilität des deutschen Kreditzyklus im Vergleich zu den meisten anderen europäischen Staaten seit den 1970er Jahren liegt nicht ausschließlich im Handeln der Bundesbank begründet. Zahlreiche institutionelle Faktoren, wie die langfristigen und festen Finanzierungsstrukturen und eine enge Bindung der Kreditvergabe an das Bankensystem, förderten hierzulande zusätzlich die Stabilität, die sich in der geringen Volatilität des Finanzzyklus ausdrückt. Größere Übertreibungen blieben aus. Dies muss aber nicht notwendigerweise so bleiben. ■

# Finanzmärkte

## Kreditwachstum steigt leicht

Im Mai lag das um Verbriefungen und Verkäufe bereinigte Wachstum der Kredite an den privaten Sektor wie im Vormonat bei 2,4 %. Während das Plus bei der Kreditvergabe an die Unternehmen mit 2,4 % unverändert blieb, stieg das Wachstum bei den Haushalten mit 2,6 % um 0,2 Prozentpunkte im Vergleich zum April an. Es zeigt sich bei den Haushalten, dass im Mai insbesondere die Ausgabe von Konsumentenkrediten zugenommen hat.

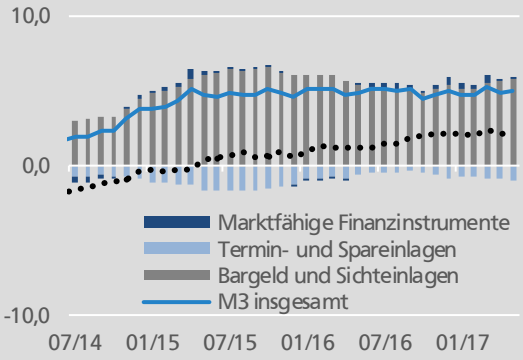
## Geldmengenwachstum höher als im April

Die Geldmenge M3 wuchs im Mai mit 5,0 % p. a. leicht stärker als im April, als das Wachstum 4,9 % p. a. betrug. Dabei blieb das Wachstum der eng gefassten Geldmenge M1 mit einer Jahreswachstumsrate von 9,3 % (Wachstumsbeitrag +5,8 Prozentpunkte) weiter hoch. Hingegen war die Entwicklung der weniger liquiden Einlagen auch im Mai verhalten. Das Volumen der Anlagegelder mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren ging noch einmal um 6 Mrd. Euro zurück und lag damit 2,9 % unter dem Vorjahresniveau. Der Wachstumsbeitrag war daher negativ (-0,2 Prozentpunkte). Die Wachstumsrate bei den marktfähigen Anlagen verzeichnete einen Anstieg auf 3,1 % p. a. bei zuletzt stark schwankenden Wachstumsraten, die auf ein insgesamt geringes Volumen solcher Anlagenzurückzuführen sind. Der Beitrag zum Gesamtwachstum von M3 war daher gering (+0,2 Prozentpunkten).

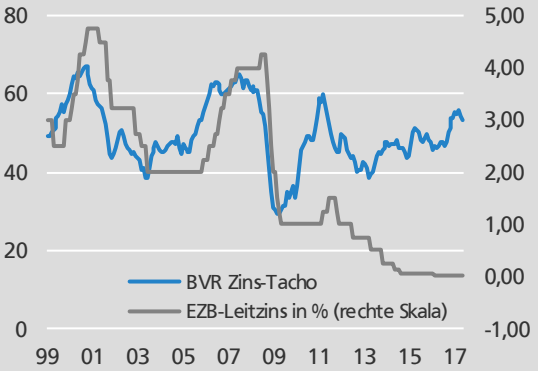
## BVR Zins-Tacho verweist auf ein geringeres Inflationsrisiko

Bereits zum zweiten Mal in Folge ging im Juni der BVR Zins-Tacho zuletzt um einen Punkt auf jetzt 53 Punkte zurück. Die Inflationsrisiken im Euroraum sind damit weiter moderat. Dabei kamen aus allen drei Teilindizes den Zins-Tacho leicht dämpfende Einflüsse.

**Beiträge zum M3-Wachstum**
in Prozentpunkten, saisonbereinigt




**BVR Zins-Tacho**
in Punkten




| | Apr. 17 | Mai 17 | Jun. 17 |
|---|---|---|---|
| **BVR Zins-Tacho** | **56** | **54** | **53** |
| Konjunktur (50 %) | 68 | 68 | 67 |
| Preise/Kosten (40 %) | 42 | 38 | 37 |
| Liquidität (10 %) | 51 | 51 | 50 |

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 hält still, Fed strafft ihre Geldpolitik weiter

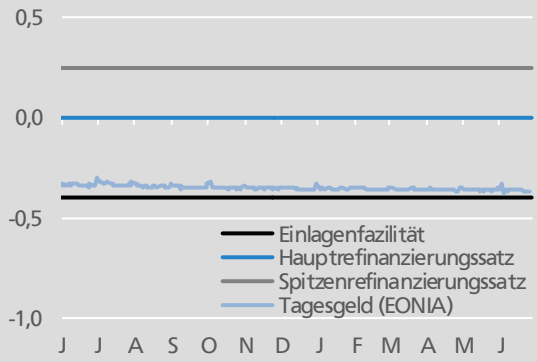
Die EZB fasste in ihrer letzten geldpolitischen Sitzung im Juni keinen Entschluss, der auf ein baldiges Ende ihrer ultralockeren Geldpolitik hindeuten lässt. Zwar bezeichnet die Zentralbank die Abwärtsrisiken mittlerweile als ausgewogen und verzichtete zuletzt darauf, von weiteren Zinssenkungen zu sprechen, allerdings deutet die Korrektur der EZB-Inflationsprognose nach unten darauf hin, dass aus preislicher Sicht die EZB keine Notwendigkeit sieht, zu handeln. Jedoch nährte EZB-Präsident Mario Draghi mit seiner Rede am 27. Juni die Hoffnung, der Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik würde doch schneller als zuletzt erwartet eingeleitet werden.

Die Fed erhöhte in der letzten Sitzung ihres Offenmarktausschusses ihre Leitzinsen zum zweiten Mal in diesem Jahr. Der Leitzinskorridor liegt nun bei 1,00 bis 1,25 %. Zudem äußerte die Fed, dass sie noch in diesem Jahr mit der Rückführung ihrer Bilanz eine weitere Normalisierung der Geldpolitik anstrebt. Die Fed plant, ihre Bilanz in kleinen Schritten zu verringern. So sollen bei Fälligkeit Staatsanleihen im Umfang von zunächst monatlich 6 Mrd. Dollar nicht wieder reinvestiert werden. Bei anderen Wertpapieren beträgt die Summe monatlich 4 Mrd. Dollar. Diese Beträge sollen im Dreimonatsrhythmus jeweils um 6 bzw. 4 Mrd. Dollar auf max. 30 bzw. 20 Mrd. Dollar steigen. Angesichts einer derzeitigen Bilanzsumme von ca. 4,5 Bill. Dollar stellt eine monatliche Reduktion von anfänglich 10 Mrd. Dollar, die auf bis zu 50 Mrd. angehoben werden kann, ein nur langsames Abschmelzen dar.

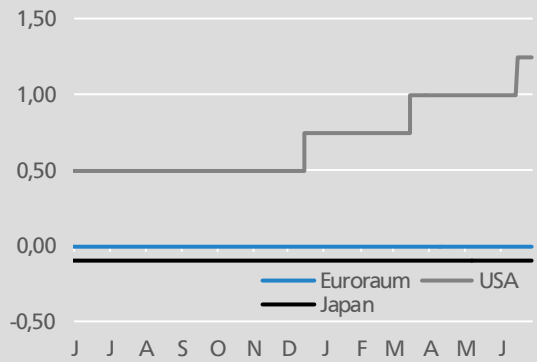
## Geldmarktzinsen sinken am langen Ende

Während der Tagesgeldsatz EONIA sowie der 3-Monats-Euribor von Ende Mai bis zum 26. Juni unverändert blieben bei -0,36 % bzw. -0,33 %, war beim Geldmarktsatz für 12 Monate ein Rückgang von 3 Basispunkten zu verzeichnen. Der 12-Monats-Euribor stand daher zuletzt bei -0,16 %. Die Erwartung, die EZB würde vor Ende des derzeitigen Anleihekaufprogramms den Einlagezins anheben, sind am Markt damit verflogen.

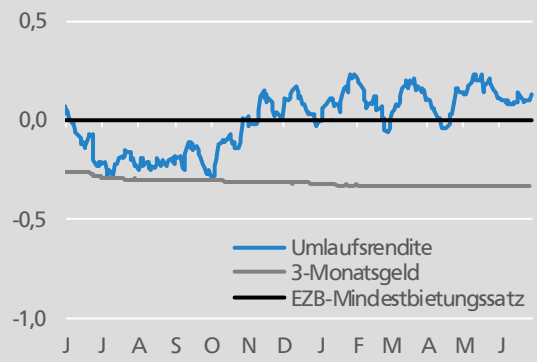
**Wichtige Zinsen im Euroraum**
in Prozent




**Notenbankzinsen international**
in Prozent




**Geld- und Kapitalmarktzinsen**
in Prozent



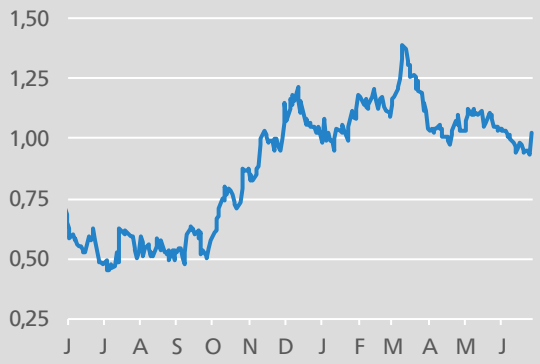

Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Rückgänge der Renditen bis Draghi sprach

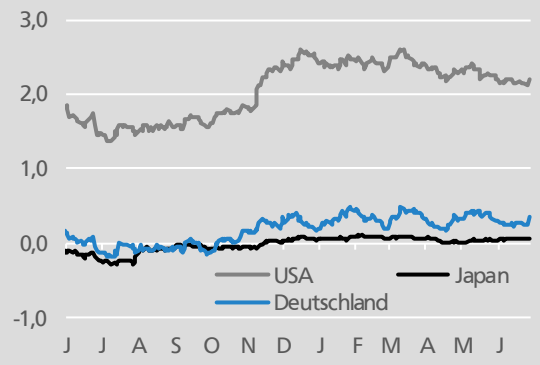
Seit Ende Mai zeigten die Renditen deutscher wie auch anderer europäischer Staatsanleihen einen kontinuierlichen Rückgang. Die Rendite zehnjähriger deutscher Anleihen sank bis zum 26. Juni um 16 Basispunkte auf 0,25 %. Bei zehnjährigen Anleihen südeuropäischer Staaten waren die Rückgänge sogar noch deutlicher und betrugen bei Italien 22, bei Frankreich und Spanien jeweils 23 Basispunkte. Die Renditerückgänge gingen einher mit einem Abflachen der Zinsstrukturkurve, da sich an den Märkten die Erwartung herauszubilden schien, die EZB würde doch noch für längere Zeit auf einen Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik verzichten. Die Rede Mario Draghis bei der diesjährigen EZB-Notenbankkonferenz schien die Märkte dann am 27. Juni jedoch zu überraschen. In seiner Rede betonte er, dass sich derzeit im Euroraum ein breiter konjunktureller Aufschwung abzeichne und deshalb die Sorge um eine noch nicht wieder an die 2 Prozent-Marke heranreichende Inflation nicht mehr allzu groß sei. Die Märkte deuteten dies dahingehend, dass der EZB-Präsident damit einen nun doch bald anstehenden Ausstieg aus der extrem expansiven Geldpolitik plant. Binnen eines Handelstages stiegen daraufhin die Renditen im Euroraum wieder deutlich an. Renditen zehnjähriger deutscher Anleihen stiegen um 10, spanische um 9, französische um 12 und italienische um 13 Basispunkte. Sollte die EZB in den kommenden Wochen weitere Signale aussenden, dass sie bereit ist. aus ihrer ultralockeren Geldpolitik auszusteigen, ist mit einem weiteren Ansteigen der Renditen zu rechnen.

Rückläufig waren die Renditen US-Anleihen. Auf Monatssicht betrug der Rückgang 9 Basispunkte bei zehnjähriger Laufzeit. Diese rentierten am 27. Juni bei 2,20 %. Damit hat sich zuletzt die Rendite- von der Zinsentwicklung entkoppelt. Obwohl seit Dezember letzten Jahres die Fed ihre Leitzinsen um 0,75 Prozentpunkte anhob, sanken die Renditen zehnjähriger Anleihen um rund 30 Basispunkte. Eine ähnliche Entwicklung konnte zuletzt zur Mitte der letzten Dekade beobachtet werden, als aus dem Ausland einströmendes Kapital, das als „globale Sparwelle" bezeichnet wurde, die Zinspolitik der Fed konterkarierte.

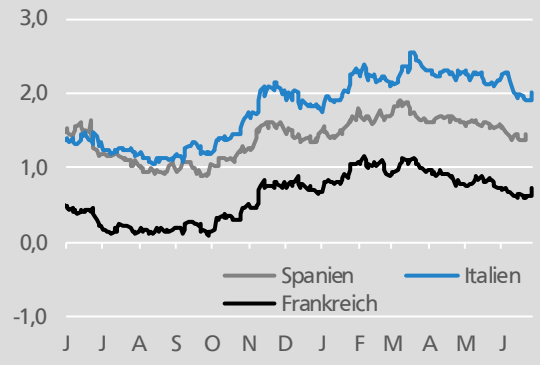
**Zinsstruktur am Rentenmarkt**
Spread Bundesanleihen mit Restlaufz. 10/1 Jahr, in Prozent




**Bedeutende Benchmarkanleihen**
Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.




**Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums**
Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.




Quelle: Thomson Reuters Datastream

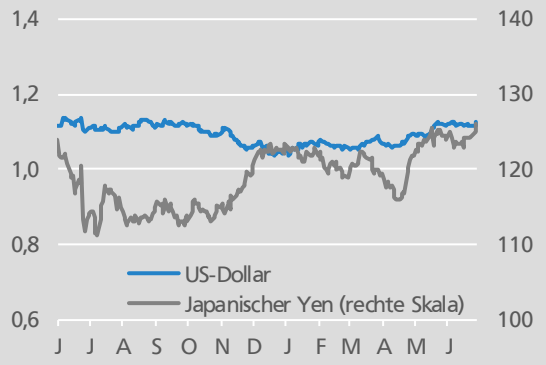
## Euro stabil, Pfund gerät unter Druck

Seit Mitte Mai bewegte sich der Euro-Dollar Kurs kaum von der Stelle bis am 27. Juni durch die Rede des EZB-Präsidenten Hoffnungen geweckt wurden, EZB würde doch nun langsam doch die Märkte auf einen Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik vorbereiten.. Der Euro gewann dadurch binnen eines Handelstags einen Cent gegenüber dem Dollar und lag zuletzt bei 1,13 US-Dollar je Euro. Die lange Seitwärtsentwicklung des Kurses zeigte, dass der Markt die geldpolitische Straffung der Fed durch eine weitere Zinserhöhung im Juni bereits lange vorweg eingepreist hatte. Die Aufwertung des Euro in der Folge der Rede Mario Draghis machte aber auch deutlich, dass Bewegungen im Euro-Dollar Wechselkurs in der nächster Zeit v. a. vom Handeln der EZB ausgehen dürfte. Anlass dazu können die kommenden geldpolitischen Sitzungen der EZB sein, da die Märkte in naher Zukunft weitere Informationen hinsichtlich des weiteren Vorgehens der EZB erwarten, da das derzeitige Anleihekaufprogramm noch in diesem Jahr enden wird.

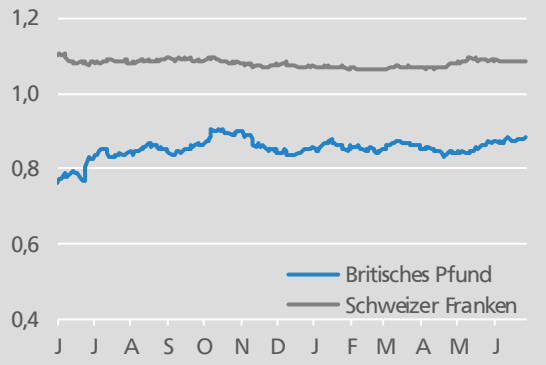
Auch gegenüber den anderen Haupthandelspartnern blieb der Euro im Juni weitestgehend stabil. Zuvor hatte er seit Jahresbeginn deutlich an Stärke gewonnen. Mit Ausnahme Südkoreas stieg der Wert des Euro seit Januar gegenüber neun der zehn wichtigsten Handelspartner außerhalb der EU.

Hingegen ist das Britische Pfund nach den Unterhauswahlen in Großbritannien Anfang Juni unter Druck geraten. Der Verlust der eigenen Mehrheit von Premierministerin Theresa May erzeugte Unsicherheiten über den weiteren Verlauf der Brexit-Verhandlungen, die diesen Monat begannen. Das Pfund verlor 2 Pence an Wert gegenüber dem Euro seit Ende Mai und stand Ende Juni bei 0,88 Pfund je Euro.

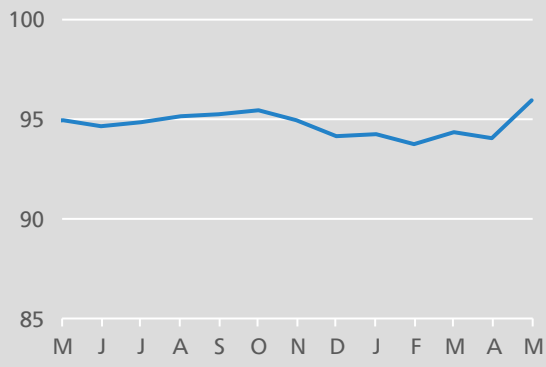
**Euro-Wechselkurs (I)**
Ausländerwährung pro Euro




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




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



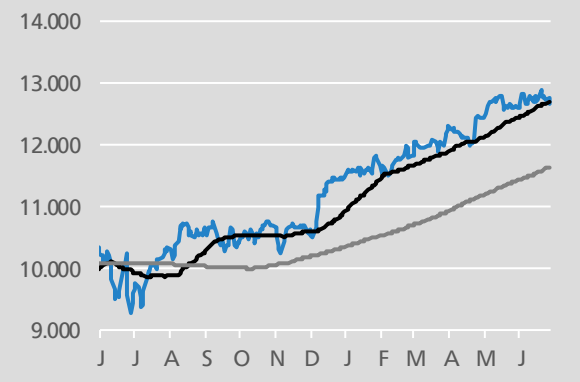

Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Börsen in Hochstimmung

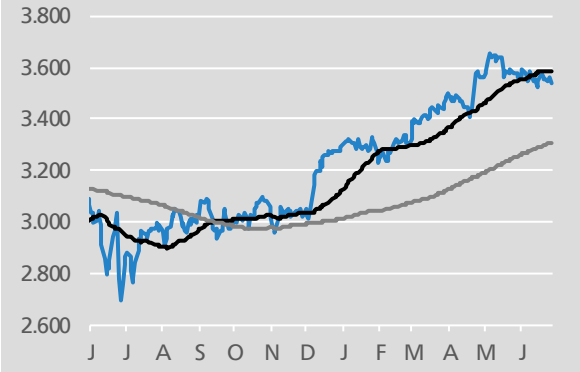
Auch im Juni ging sowohl am deutschen wie auch am US-amerikanischen Aktienmarkt die Kursrallye weiter. An beiden Börsenplätzen kletterten die Leitindizes zu neuen Rekordständen. Der DAX konnte bis Mitte Juni auf ein Allzeithoch von 12.889 Punkte klettern, bevor er in dieser Woche nahezu sämtliche Gewinne wieder abgeben musste. Auf Monatssicht gewann er daher nur leicht und stand mit 12.671 Punkten am 27. Juni noch mit 0,1 % im Plus. Ebenfalls von deutlichen Kursrückgängen betroffen in dieser Woche waren die US-Börsenkurse. Da jedoch der Kursanstieg zuvor deutlich stärker ausgefallen war als beim deutschen Leitindex fielen die Kursgewinne auf Monatssicht beim US-Leitindex Dow Jones noch deutlich positiv aus. Dieser konnte bis zum 27. Juni 1,8 % zulegen und stand zuletzt bei 21.310 Punkten. In der Vorwoche hatte der Leitindex mit 21.529 Punkten ein neues Allzeithoch markiert. Beide Börsen werden derzeit von einer guten Konjunktur- und Stimmungslage getragen. Sowohl die Konsumenten als auch die Unternehmen zeigten in beiden Volkswirtschaften zuletzt eine fast schon euphorische Stimmung.

Vor allem die US-Börse gab sich damit weitestgehend unbeeindruckt von innen- und außenpolitischen Unsicherheiten. Noch immer steht US-Präsident Trump in der Kritik bezüglich potentiell unerlaubter Kontakte seines Wahlkampfteams zu Russland. Auch die Umsetzung seiner wirtschaftspolitischen Agenda lässt weiter auf sich warten. Und mit der Isolation Katars durch seine Nachbarstaaten entstanden zuletzt globale Unwägbarkeiten, die zu einer Abnahme des Optimismus an den Börsen hätte beitragen können. ■

**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-Wachstum für das erste Quartal nach oben korrigiert

Bereits die BIP-Schnellschätzung von Eurostat für das erste Quartal 2017 Anfang Mai konstatierte für den Euroraum ein saison- und preisbereinigtes BIP-Wachstum von 0,5 % zum Vorquartal und somit ein deutliches Anziehen der Konjunktur im Währungsraum. Zuletzt wurde das Ergebnis sogar noch nach oben korrigiert, auf nun 0,6 %. Vor allem die Zahlen für Italien und Griechenland fallen nun deutlich besser aus. Mit einem Quartalswachstum von jetzt jeweils 0,4 % für beide Volkswirtschaften verzeichneten alle Länder im Euroraum ein deutliches Wachstum.

Die anziehende Konjunktur im ersten Quartal 2017 hat zuletzt auch zu einer Aufwärtsrevision des BIP-Wachstums im Euroraum für das Gesamtjahr 2017 geführt. Die jüngsten Schätzungen der Wirtschaftsforschungsinstitute sehen das reale Wachstum in diesem Jahr bei um die 2 %.

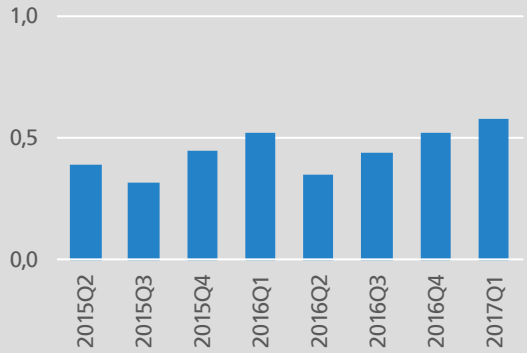
## Produktion bleibt auf hohem Niveau stabil

Die Industrieproduktion im Euroraum stieg im April saison- und preisbereinigt um 0,5 % gegenüber März an. Der Anstieg wurde im Wesentlichen getrieben durch den höheren Output im Energiesektor. Ohne den Beitrag der Energie wäre der Anstieg deutlich geringer ausgefallen. Auf Jahressicht lag die Industrieproduktion allerdings noch deutlich über ihrem Niveau aus dem letzten Jahr (+1,4 %). Der Orderindikator zeigte auch für die kommenden Monate eine weiter hohe Produktion im Euroraum an. Der Indikator legte im Mai 0,5 Punkte auf -1,1 Punkte zu und verzeichnete damit seit November 2016 ein monatlich ansteigendes Niveau

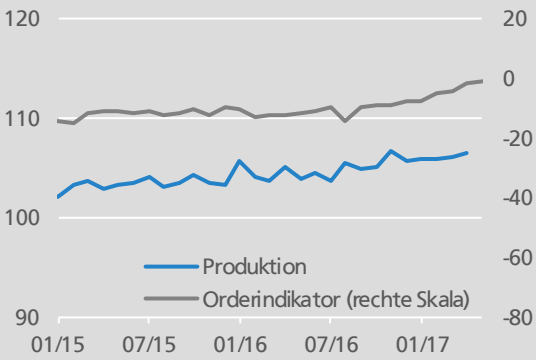
## Inflation wieder deutlich unter 2 %

Nachdem im April die Osterfeiertage zu einem erhöhten Preisauftrieb beigetragen hatten, lag die Inflation im Mai mit 1,4 % wieder deutlich unter der von der EZB angepeilten Marke von knapp 2 %. Damit bleibt die Inflation trotz anziehender Konjunktur moderat. Die EZB setzte in Folge der geringeren Teuerung zuletzt sogar ihre Inflationsprognose um 0,2 Basispunkte auf jetzt 1,5 % herab.

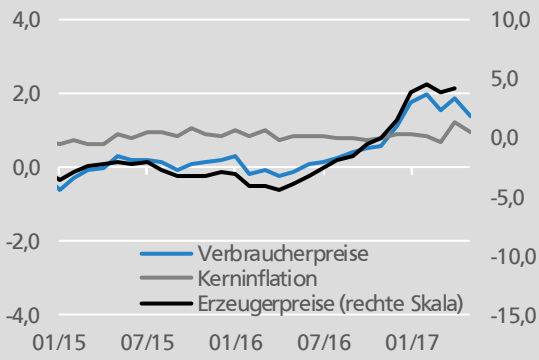
**Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum**
gg. Vorquartal in Prozent, preis-, kalender- und saisonb.




**Produktion und Aufträge Euroraum**
2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt




**Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum**
gg. Vorjahr in Prozent



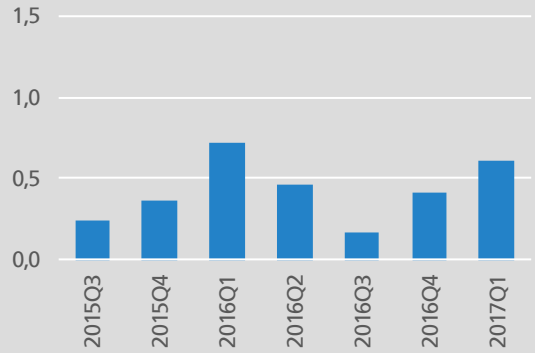

Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjukturprognosen für Deutschland angehoben

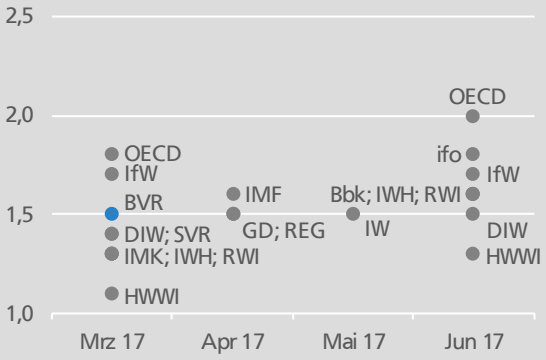
Nach den Schätzungen der Wirtschaftsforschungsinstitute schlägt die deutsche Wirtschaft in 2017 einen noch stärkeren Wachstumspfad ein als die Prognosen zu Jahresbeginn vermutet ließen. Zuletzt erhöhte das ifo seine Wachstumsprognose für 2017 um 0,3 Prozentpunkte auf 1,8 %. Nichtsdestotrotz zeigen sich weiter deutliche Unterschiede in den BIP-Schätzungen zwischen den einzelnen Instituten. Die jüngsten Schätzungen zeigen demnach beim jährlichen Wachstum eine Bandbreite zwischen 1,3 % (Hamburger Weltwirtschaftsinstitut) und 2,0 % (OECD). Nicht nur in der Höhe unterscheiden sich die Prognosen der einzelnen Institute, auch die Gründe für die gestiegene Dynamik werden von den einzelnen Instituten unterschiedlich gesehen. Während einige Schätzungen eine weitere Belebung der Exporte prognostizieren (u. a. RWI) und somit dem Außenbeitrag mehr Gewicht zumessen, sehen andere eher die heimische Investitionsnachfrage, insbesondere den privaten Wohnungsbau, als Treiber für die höheren Wachstumsraten (u. a. HWWI, IWH). Allen gemein ist jedoch, dass die staatliche Nachfrage schwächer eingeschätzt wird als zuvor angenommen.

Bereinigt man die Schätzungen um den Effekt der in diesem Jahr geringeren Werktage, so sehen die meisten Prognosen das Wachstum in diesem Jahr mindestens auf dem gleichen Niveau wie in 2016 als die Wirtschaft um 1,9 % wuchs.

**Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland**
gg. Vorquartal in Prozent, preis-, kalender- und saisonb.




**Konjunktur 2017 - 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

## Wirtschaftsindikatoren implizieren Wachstumsverstetigung

Auch im Juni stieg der ifo GeschäftklimaIndex auf ein neues Allzeithoch und übertraf mit zuletzt 115,1 Punkten den Rekordstand aus dem vergangenen Monat um 0,5 Punkte. Vor allem die derzeitige wirtschaftliche Lage wurde von den Unternehmen als sehr gut bewertet. Der Zugewinn beim Teilindex für die Erwartungen fiel etwas geringer aus. Auf ein weiteres Wachstum deuten auch die ZEW-Konjunkturerwartungen hin. Auch wenn der Index im Juni um 2,0 Punkte auf 18,6 Punkte zurückging, spiegelt der Index noch immer die Erwartung über eine Fortsetzung des Wachstums wider. Grund für den Rückgang im Juni war, dass mehr Finanzmarktexperten eine Stabilisierung der Konjunktur auf dem derzeit hohen Niveau für realistisch halten und keinen weiteren Anstieg sehen. Abwärtsrisiken werden aber nicht gesehen.

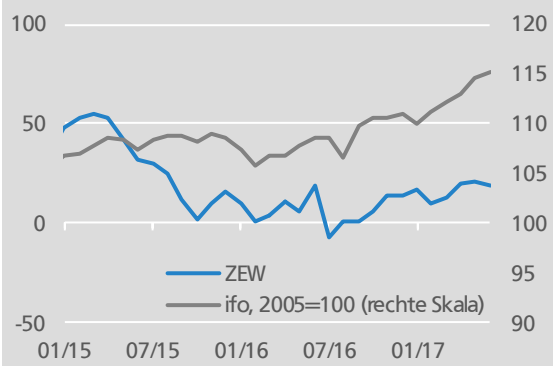
## Industrieproduktion weiter auf hohem Niveau

Im April stieg die Industrieproduktion in Deutschland saison-, arbeitstäglich und preisbereinigt um 0,4 % gegenüber März bzw. 1,4 % gegenüber dem Vorjahresmonat an. Damit setzte die Produktion ihren ansteigenden Trend seit Beginn des Jahres fort. Außerhalb der Industrie fiel die Produktion im Baugewerbe leicht um 0,1 %, blieb allerdings auf hohem Niveau.

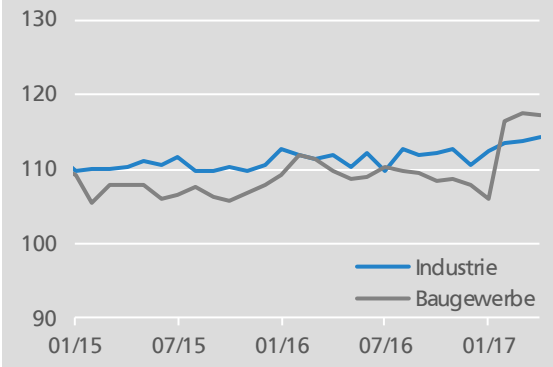
Im April gesunken ist der Auftragseingang im produzierenden Gewerbe. Gegenüber März waren die Bestellungen saison- und preisbereinigt 2,1 % geringer. Dabei fielen die Order aus dem Ausland mit einem Rückgang von -3,4 % deutlich stärker als die Inlandsbestellungen (-0,2 %). Allerdings ging der Rückgang v. a. auf eine geringere Anzahl an Großaufträgen zurück. Bereinigt um diese lag der Auftragseingang im April auf demselben hohen Niveau wie im März.

Die Industrieproduktion in Deutschland zeichnet damit das von den Stimmungsindikatoren skizzierte Konjunkturbild nach.

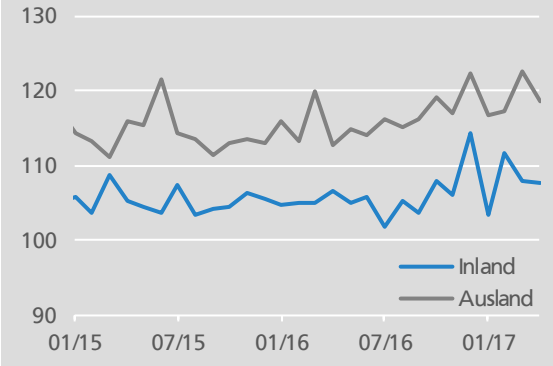
**Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland**
Saldenwerte, saisonbereinigt




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




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




Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Inflation deutet rückläufigen Trend an

Nachdem im April die Teuerung noch 1,9 % p. a. betrug, fiel die Inflation im Mai wieder auf 1,5 % p. a. zurück. Grund war das Auslaufen des Sondereffekts durch die Osterfeiertage vom April. Zudem war auch im Mai ein weiteres Abklingen des ölpreisgetriebenen Sondereffektes zu verzeichnen, der in den Monaten zuvor die Inflation bis nah an die 2 Prozent-Marke gebracht hatte. Zuletzt tendierte der Ölpreis knapp unter 50 $ je Barrel Öl seitwärts und droht derzeit sogar wieder zu sinken, da noch immer die weltweiten Lagebestände hoch sind und zusätzlich US-amerikanische Produzenten verstärkt auf den Markt treten. Dies zeigte sich zuletzt auch in den Erzeugerpreisen im Mai, bei denen erstmals seit April 2016 der Anstieg geringer ausfiel als im Vormonat (+2,8 gegenüber 3,4 %). Dies spricht auch in den kommenden Monaten für eine eher moderate Inflation.

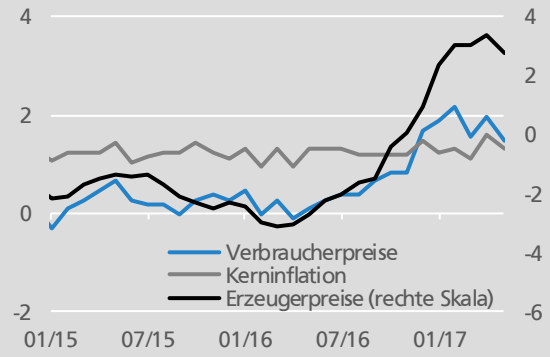
## Weniger Insolvenzen im ersten Quartal 2017

Im ersten Quartal 2017 gingen bei den deutschen Amtsgerichten insgesamt 5.177 Anträge auf Unternehmensinsolvenz ein. Dies stellt einen Rückgang von 4,3 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum dar. Wesentlicher Treiber für die rückläufigen Insolvenzzahlen dürfte die derzeit gute konjunkturelle Lage sein. Diese spiegelte sich auch bei den Verbraucherinsolvenzen wider. Eine mit der guten wirtschaftlichen Entwicklung einhergehende Belebung des Arbeitsmarkts führte in den ersten drei Monaten des Jahres zu einem Rückgang der Verbraucherinsolvenzen um 2,9 %.

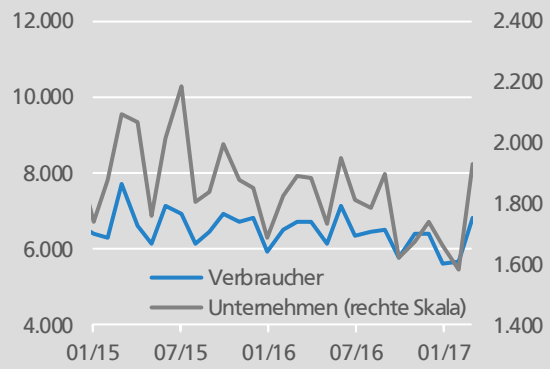
## Arbeitslosenquote sinkt weiter

Im Mai sank die Arbeitslosenquote in Deutschland weiter und erreichte einen Stand von 5,6 % nach 5,8 % im April. Die Zahl der als arbeitslos gemeldeten Personen sank dabei erstmals unter die 2,5 Mio. Grenze und lag bei 2,498 Mio. Damit waren im Vergleich zum Vorjahresmonat 166.000 Menschen weniger arbeitslos. ■

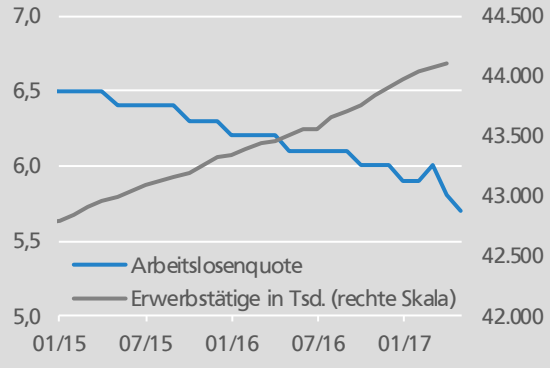
**Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland**
gg. Vorjahr in Prozent




**Insolvenzen Deutschland**
Monatliche Fallzahlen




**Arbeitslosenquote und Erwerbstätige Deutschland**
in Prozent, saisonbereinigt




Quelle: Thomson Reuters Datastream