

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

10 Jahre Schuldenbremse – Erfolg bei Entschuldung, Impulse bei Investitionen nötig

Die Schuldenbremse feiert ihren 10. Geburtstag. Der Bundestag leitete die hierfür erforderliche Verfassungsänderung am 29. Mai 2009 ein, die ebenfalls erforderliche Zustimmung des Bundesrats folgte dann am 10. Juni 2009.

Seit der Einführung der Schuldenbremse haben sich sowohl die Konjunktur als auch die öffentlichen Finanzen günstig entwickelt. Dennoch wird die Schuldenbremse kontrovers beurteilt. Befürworter sehen sie als Erfolgsmodell, auch für andere Mitgliedstaaten des Euroraums. Fiskalregeln, die einen ausgeglichenen Haushalt vorsehen, sind bereits heute in vielen Ländern des Euroraums in unterschiedlichen Spielarten verankert. Kritiker beurteilen die Schuldenbremse als Investitions- oder alternativ auch als Steuersenkungsbremse.

Die Kritik an der Schuldenbremse ist nicht überzeugend. Weder verhindert die Schuldenbremse Steuersenkungen, noch muss sie die Investitionsmöglichkeiten der öffentlichen Hand beeinträchtigen. Der Vorschlag von Kritikern, für Zukunftsinvestitionen ein eigenes Budget jenseits der Regeln der Schuldenbremse einzuführen, wäre nicht zuletzt mit schwierigen Abgrenzungsproblemen verbunden, die bereits in Vergangenheit in der Finanzpolitik nicht befriedigend gelöst werden konnten.



Inhalt

10 Jahre Schuldenbremse – Erfolg bei Entschuldung, Impulse bei Investitionen nötig 2

Dr. Andreas Bley
E-Mail: a.bley@bvr.de

Finanzmärkte 7

Dr. Kai Wohlfarth
E-Mail: k.wohlfarth@bvr.de

Konjunktur 12

Dr. Gerit Vogt
E-Mail: g.vogt@bvr.de

10 Jahre Schuldenbremse – Erfolg bei Entschuldung, Impulse bei Investitionen nötig

Die deutschen Staatsschulden befinden sich im Rückwärtsgang. Nachdem die Schulden des öffentlichen Gesamthaushalts, also des Bundes, der Länder, der Kommunen und der Sozialversicherungen, im Jahr 2012 einen Höchststand von 2.203 Mrd. Euro erreicht hatten, hat sich dieser bis Ende 2018 nach vorläufigen Zahlen auf 2.093 Mrd. Euro verringert. Noch deutlicher wird die Veränderung, wenn der Schuldenstand ins Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt gesetzt wird, dem gesamtwirtschaftlichen Einkommen (siehe Abb. 1). Die Schuldenquote sank von ihren Hoch von 81 % im Jahr 2010 kontinuierlich und erreichte in 2018 erstmals wieder nahezu die im Maastrichter Vertrag festgelegte Höchstmarke von 60 %.

Trendwende historisch bemerkenswert

Der trendmäßige Rückgang der Schuldenquote über neun Jahre hinweg ist eine historisch bemerkenswerte Entwicklung. Während der vorangegangenen Jahrzehnte war der Schuldentrend mit kurzen Unterbrechungen aufwärtsgerichtet gewesen. Dies veranschaulicht ein Rückblick über die Schuldenentwicklung der letzten Jahrzehnte. Die Schuldenquote lag Anfang der 1970er Jahre noch unter 20%. Von Mitte der 1970er bis Mitte der 1980er Jahre stieg sie um 20 Prozentpunkte auf rund 40 %. Nach der Wiedervereinigung erfolgte ein zweiter Schub nach oben um weitere 20 Prozentpunkte auf rund 60 % zum Zeitpunkt der

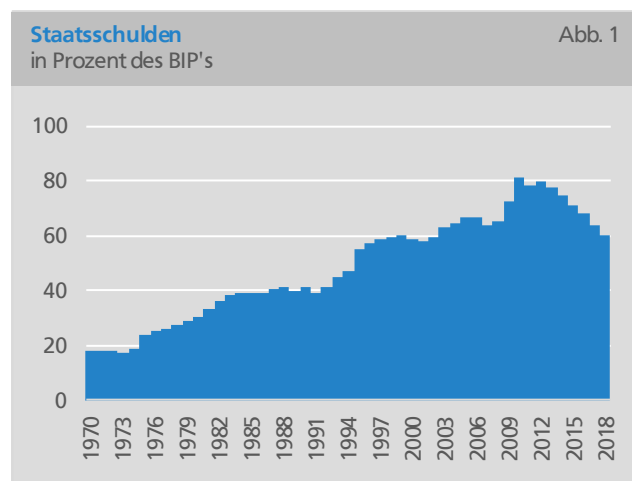
Euro-Einführung in 1999. Nach dem Platzen der Internet-Blase am Aktienmarkt und der anschließenden Wirtschaftsschwäche erhöhte sie sich erneut etwas und stieg schließlich im Gefolge der Finanzkrise und der damit verbundenen Konjunkturpakete und Bankenrettungen auf ihren bisherigen Höchststand in 2010.

Über Jahrzehnte hinweg Defizite als Normalfall

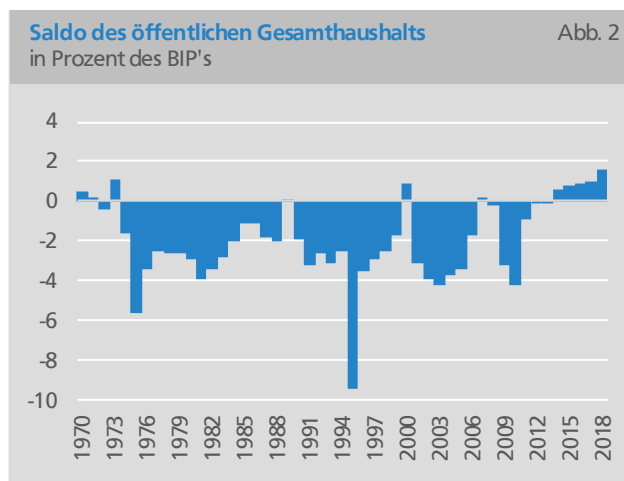
Der Haupttreiber der Schuldenentwicklung waren die Defizite der öffentlichen Hand (siehe Abb. 2). Von der ersten Ölkrise 1974 bis zur Finanzkrise gab es nur drei Jahre mit einem Haushaltsüberschuss: am Ende des Wirtschaftsbooms im Jahr 1989, kurz vor der Wiedervereinigung, im Jahr 2000 (vor dem Hintergrund eines noch soliden Aufschwungs und enormer Einnahmen aus dem Verkauf von Mobilfunklizenzen) und im Boomjahr 2007. Im Normalfall erzielten die öffentlichen Haushalte substantielle Defizite. Von der Wiedervereinigung bis zur Finanzkrise (1991-2007) lag das jährliche Defizit im Mittel bei 3 %.

Konjunktur treibt Konsolidierungserfolge ...

Der außerordentliche Konsolidierungserfolg einer Rückführung der Schuldenquote innerhalb eines Jahrzehnt zurück in Richtung des Maastrichter Referenzwerts ist von großer Signalwirkung für die euro-



Quelle: Deutsche Bundesbank, Europäische Kommission



päischen Nachbarstaaten mit hohen Schuldenständen. Gerade Italien und Frankreich sind bei der Konsolidierung bislang kaum vorangekommen. Dies kann kaum alleine den unterschiedlichen Konjunkturverläufen zugeschrieben werden, sondern ist auch Ausdruck mangelnder Ambition bei der Haushaltskonsolidierung.

Doch darf nicht übersehen werden, dass die deutschen Haushaltsüberschüsse der vergangenen Jahre für die öffentlichen Haushalte leicht zu erzielen waren. Hierzu zählen nicht nur die Auswirkungen von fast zehn Jahren konjunkturellem Aufschwung mit sinkenden Sozialausgaben, sondern auch sprudelnde Steuereinnahmen und der Rückenwind der Niedrigzinspolitik. Im Jahr 2017 schätzte die Bundesbank die jährliche Zinsersparnis der öffentlichen Haushalte in Deutschland auf 1,5 % des Bruttoinlandsprodukts, das sind immerhin gut 45 Mrd. Euro pro Jahr, die es erleichtern, ohne ernsthafte Haushaltseinschnitte die Schuldenquote zurückzuführen.

... doch auch Unterstützung durch Schuldenbremse

Doch hat auch die Schuldenbremse bei der Konsolidierung eine unterstützende Rolle gespielt. Die Schuldenbremse wurde im Krisenjahr 2009 vor dem Hintergrund der massiven Konjunkturprogramm und hohen Ausgaben für Bankenrettungen beschlossen, um aus dem langjährigen Trend steigender Staatsschuldenquoten auszubrechen. Sie gilt bislang nur für den Bund und wird ab dem Jahr 2020 auch für die Länder gelten. Sie ist im Art. 109 des Grundgesetzes verankert und sieht vor, dass die Haushalte von Bund und Ländern grundsätzlich ohne Einnahmen aus Krediten auszugleichen sind. Für den Bund bedeutet dies grundsätzlich eine Begrenzung des Defizits auf 0,35 % des nominalen Bruttoinlandsprodukts, für die Länder gilt im Regelfall ein Neuverschuldungsverbot.

Schuldenbremse als Investitionsbremse?

Obwohl die Schuldenbremse gerade erst ihren 10. Geburtstag feiert und die Konsolidierung sichtbar voranschreitet, wird die Haushaltsregel kontrovers diskutiert. Dies gilt nicht nur für die „üblichen Verdächtigen“, die Haushaltskonsolidierungen oft reflexhaft ablehnen. Bereits bei der Einführung der Schuldenbremse hatten

sich Teile der SPD, die Gewerkschaften, BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN und DIE LINKE dagegen ausgesprochen. Zum Teil wird die Schuldenbremse auch von wirtschaftsnahen Ökonomen kritisiert. Das prominenteste Beispiel ist der Präsident des Instituts der deutschen Wirtschaft, iW Köln, Michael Hüther, der die Schuldenbremse als nicht mehr zeitgemäß einschätzt.

Als zentraler Kritikpunkt wird angeführt, dass sie ein Hindernis für eine angemessene Ausweitung der öffentlichen Investitionen darstelle. Die aktuellen Anstrengungen der öffentlichen Hand werden als nicht ausreichend angesehen, angestrebt wird von den Kritikern eine deutliche Ausweitung der staatlichen Investitionen („große Modernisierungsoffensive“) über einen ausgedehnten Zeitraum. Und mit Blick in die Zukunft besteht die Sorge, dass bei einem deutlichen Abschwung der Konjunktur die erforderlichen Finanzmittel unter Einhaltung der Regeln der Schuldenbremse dann nicht mehr mobilisierbar sein werden.

Staatliche Investitionsquote nur wenig gestiegen

Bislang wurde die staatliche Investitionstätigkeit in Deutschland trotz der guten Konjunktur nur moderat ausgeweitet. Nach den Angaben der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) des Statistischen Bundesamts sind die staatlichen Anlageinvestitionen von 2013 bis 2018 von 60 auf 79 Mrd. Euro gestiegen. Im Vergleich zum gesamtwirtschaftlichen Einkommen (Bruttoinlandsprodukt) ist dies allerdings kein besonders herausragender Anstieg, die Investitionsquote stieg von 2,1 % auf 2,3 %, ein Niveau wie es etwa Ende der 1990er Jahre, also nach dem Abklingen des Investitionsbooms nach der Wiedervereinigung, normal war (siehe Abb. 3).

Auch im europäischen Vergleich liegt Deutschland mit den staatlichen Investitionen nur im Mittelfeld. Hierbei muss bedacht werden, dass aufgrund unterschiedlicher Aufgaben staatlicher Behörden in den Mitgliedstaaten die Investitionsquoten nur eingeschränkt vergleichbar sind. Im Durchschnitt des Euroraums machen die staatlichen Investitionen nach Angaben der EU-Kommission (AMECO-Datenbank) 2,3 % der Wirtschaftsleistung aus, haben also ein ähnliches Niveau wie in Deutschland. So liegt beispielsweise unter den

größeren Staaten Italien und Spanien mit 1,9% bzw. 2,2 % bei den staatlichen Investitionen noch etwas niedriger als Deutschland, Frankreich, Österreich und die Niederlande haben mit 3,4 %, 3,1 % bzw. 3,5 % deutlich höhere staatliche Investitionsquoten.

Staatliche Investitionen weiter aufstocken

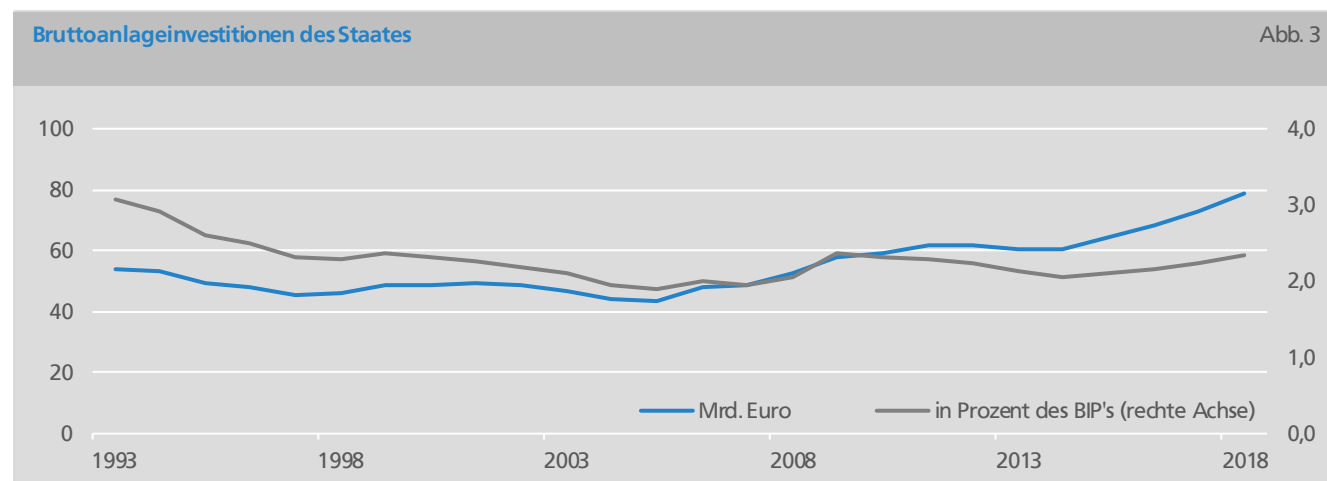
Der bereits erfolgte Anstieg der staatlichen Investitionen dürfte angesichts anhaltender Qualitätsmängel in der Infrastruktur zu gering zu sein, um den aufgestauten Investitionsrückstand zu beheben. Die Investitionsanstrengungen im Bereich der Daten-, Verkehrs- und Energienetze müssen hierzu in den kommenden Jahren deutlich ausgeweitet werden. Auch im Bereich der Bildung werden über viele Jahre deutlich höhere Investitionen erforderlich sein.

Würden die staatliche Investitionsquote in Deutschland perspektivisch um einen halben Prozentpunkt erhöht, entspräche dies zusätzlichen Investitionsausgaben von rund 17 Mrd. Euro, bei einem Prozentpunkt würde es sich um 34 Mrd. Euro zusätzliche staatliche Ausgaben handeln. Angesichts der hohen Auslastung der Bauwirtschaft und des auch künftig zu erwartenden Fachkräftemangels, dürfte die Umsetzung zusätzlicher Investitionen eher am unteren Ende dieser Spannbreite realistisch sein, ansonsten würden die höheren Ausgaben hauptsächlich zu weiteren Preissteigerungen, statt zu realen Investitionszuwächsen führen.

Reform der Schuldenbremse löst das Problem nicht

Nach dem Vorschlag von iw-Präsident Michael Hüther sollen Zukunftsausgaben und Investitionen unabhängig von der Schuldenregel über ein Extrabudget finanziert werden, sodass für diese Ausgaben innerhalb der Schuldenbremse keine Obergrenze zum Tragen kommt. Ein ähnlicher Gedanke beschäftigt offenbar auch die Politik. Nach Medienberichten prüfte das Bundesfinanzministerium, ob künftig die Investitionen des Bundes über eine Gesellschaft privaten Rechts gebündelt werden sollen. Finanzminister Olaf Scholz schließt aber inzwischen die Gründung einer solchen Gesellschaft aus. Mit einer privaten Gesellschaft zur Investitionsfinanzierung könnten die strengen Vorgaben der Haushaltsregel „überlistet“ werden, allerdings würde so der Geist der Schuldenbremse verletzt und zusätzliche Komplexität und Intransparenz geschaffen.

Natürlich würden auch in diesem Fall weiterhin die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts gelten. Dieser lässt zwar mit der auch im Vertrag von Maastricht festgeschriebenen 3 Prozent-Defizitregel einen höheren Verschuldungsspielraum als die Schuldenbremse zu, seit der Reform von 2005 gilt allerdings auch auf der europäischen Ebene ein enger gefasstes mittelfristiges Haushaltsziel, das eine Neuverschuldung von höchstens 1 % des BIPs vorsieht. Deutschland hat den Wert auf -0,5 % des BIPs festgelegt, von denen der Bund 0,35 Prozentpunkte ausschöpft. Insofern steht



Quelle: Statistisches Bundesamt

die Schuldenbremse in einer engen Beziehung zu den europäischen Vorgaben. Eine Veränderung der deutschen Regeln würde hier zu einem Spannungsfeld führen. Gerade Deutschland sollte als „Ankerland“ der Währungsunion hier keine Sonderwege wählen und nicht ohne Notwendigkeit Konflikte mit den europäischen Haushaltsregeln erzeugen.

Gegen die Abgrenzung eines Extrahaushalts für Zukunftsinvestitionen spricht aber vor allem die Schwierigkeit einer Abgrenzung von den übrigen Ausgaben. Weder sind alle öffentlichen Bauten für die Zukunft notwendig, noch sind alle laufenden Ausgaben gegenwartsorientiert. Besonders augenfällig ist dies bei Bildungsausgaben, oft in der Form laufender Gehälter, die in den amtlichen Statistiken beim Staatskonsum erfasst werden. Auf die Frage nach einer ökonomisch sinnvollen Abgrenzung der Investitionen wurde in den Jahrzehnten von der Einführung der früheren goldenen Investitionsregel im damaligen Artikel 115 GG, die verlangte, dass die Einnahmen aus Krediten die Summe der Ausgaben für investive Zwecke nicht überschreiten dürfen, bis zur Einführung der Schuldenbremse keine Lösung gefunden und es ist nicht abzusehen, dass dies aktuell besser gelingen sollte.

Zukunftsausgaben vorzuziehen ist Kernaufgabe der Politik

Angesichts der Größe der zusätzlichen Investitionsbedarfe im Vergleich zur Größe des Bundeshaushalts von rund 350 Mrd. Euro erscheint eine Finanzierung von zusätzlichen 15-20 Mrd. Euro pro Jahr innerhalb der Schuldenbremse zudem mittelfristig durchaus als realistisch. Doch muss die Politik dann bereit sein, auch im praktischen Handeln stärker nach dem Grundsatz „Investitionen first“ zu handeln. Hierzu müssen Ausgaben wieder stärker priorisiert und für das Wachstum weniger wichtige Projekte zeitlich nach hinten geschoben werden. Für einen zunehmenden Handlungsdruck auf die Politik spricht auch die aktuelle Steuerschätzung. Die in der zweiten Maiwoche veröffentlichten aktuellen Berechnungen gehen zwar weiterhin von steigenden Steuereinnahmen aus, infolge der Konjunkturabschwächung dürften diese aber deutlich geringer ausfallen als bisher erwartet.

Nutzt der Staat die Vorteile der niedrigen Zinsen zu wenig?

Teil der Kritik an der Schuldenbremse ist auch, dass die Vorteile des Zinsumfelds wegen der Haushaltsregel nicht ausreichend ausgeschöpft werden. Nicht nur sind die Zinsen extrem niedrig. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen liegt nahe der Marke von 0 % und damit nicht weit von ihrem historischen Tief von -0,18 % im Juli 2016 entfernt. Nach der Analyse des iw Köln ist aufgrund hoher Ersparnisse alternder Gesellschaften und einer gleichzeitig niedrigen Kapitalnachfrage die Wahrscheinlichkeit hoch, dass die Zinsen noch sehr lange sehr niedrig bleiben werden. Bei Finanzierungskosten nahe Null verbessert sich die Kosten-Nutzen-Abwägung von Investitionsprojekten spürbar.

Richtig ist, dass ohnehin notwendige Investitionen im aktuellen Zinsumfeld besonders einfach zu finanzieren sind. Doch sollten die Investitionen des Staates in die Infrastruktur nicht generell aus einer zu eng betriebswirtschaftlichen Perspektive geplant werden. Ansonsten würden wichtige politische Ziele, wie beispielsweise das Ziel gleichwertiger Lebensverhältnisse in den Regionen beeinträchtigt. Auch müsste dann umgekehrt gelten, dass bei hohen Zinsen entsprechend zurückhaltend investiert werden sollte.

Konstruktionsfehler der Haushaltsregeln erst nach weiterer Konsolidierung angehen

Doch auch wenn die Gründe für eine Reform der Schuldenbremse zur Stärkung der Investitionstätigkeit nicht überzeugen können, wird die Schuldenbremse auf Dauer nicht so bleiben können wie heute, gerade wenn sie ihr Ziel erfüllt. Wird die Schuldenquote im gleichen Tempo wie bislang zurückgeführt, würde sie sich in zehn Jahren mit rund 40 % bereits auf einem sehr moderaten Niveau bewegen. Mehr und mehr wird sich dann die Frage stellen, welchen Sinn eine weitere Verringerung noch haben soll. Für Staaten gilt wie auch für Unternehmen, dass ein gänzlicher Verzicht auf Verschuldung nicht unbedingt die bessere Form des Wirtschaftens darstellt.

Hinzu kommt die wichtige Rolle, die Staatsanleihen aus Investorensicht als sichere Anlageform spielen. Sie sind

zum einen bei der Risikostreuung wichtig und bieten selbst bei Zinssätzen nahe Null für die meisten Anleger große Vorteile. Auch wird die Nachfrage nach sicheren Anlagen durch staatliche Regulierungen für Banken, Versicherer und andere Finanzdienstleister getrieben. In diesem Umfeld sollte sich der Staat nicht gänzlich vom Kapitalmarkt zurückziehen.

Doch sollte die Schuldenbremse auch perspektivisch nicht aufgehoben werden, sondern lediglich so angepasst werden, dass bei niedrigeren Schuldenständen weniger enge Haushaltsgrenzen greifen als aktuell. Bei moderaten Staatsschulden sollte die Schuldenbremse nicht weiterhin tendenziell die Schuldenquote verringern, sondern nur einen trendmäßigen Anstieg verhindern. Als mittelfristiges Haushaltsziel einen praktisch ausgeglichenen Haushalt anzustreben, ist daher unnötig restriktiv. Es reicht, wenn das Defizit so hoch ausfällt wie das Wirtschaftswachstum, im Ergebnis würde dann die Schuldenquote konstant bleiben. Eine solche, modifizierte Haushaltsregel muss aber auch mit den Regelungen der europäischen Haushaltsregeln harmonisieren. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt sollte deshalb in ähnlicher Weise modifiziert werden, er benötigt ohnehin eine Überarbeitung, um einfacher, transparenter und effektiver zu werden.

Doch sollte diese Diskussion nicht zu früh geführt werden. Ein lehrreiches Beispiel findet sich in der US-amerikanischen Historie unter dem Präsidenten Bill Clinton. Im Jahr 2000 sagten Prognosen für die USA eine Rückzahlung sämtlicher Schulden in weniger als zehn Jahren voraus und die Organisation für ökonomische Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), ein Forum um von 36 überwiegend fortgeschrittenen Volkswirtschaften, diskutierte die Folgen hoher Budgetüberschüsse auf die Volkswirtschaften und die Finanzmärkte. Doch kam bald nach dem Rausch der Kater. Die günstige Haushaltsentwicklung war durch einen langen Aufschwung, hohe Produktivitätszuwächse und die Internet-Blase am Aktienmarkt beflügelt worden. Auf sie folgte der Crash am Aktienmarkt, eine deutliche Abschwächung der Wirtschaft, die Anschläge vom 11. September 2001 und eine Trendwende zu einer wieder steigenden Schuldenquote.

Aus diesen Erfahrungen heraus sollte der Schuldenbremse erst einmal Zeit gegeben werden, weiter zu wirken, um das Ziel einer Verringerung der Schuldenquote deutlich unterhalb der Maastrichter Obergrenze von 60 % zu erreichen. Gleichzeitig sollten sich Bund und Länder zu einer stetigen Erhöhung der Investitionsbudgets bekennen und ihre Haushaltsplanungen entsprechend ausrichten. Im Fall einer weiteren Abkühlung der Konjunktur müssen dann die übrigen Ausgabenposten auf den Prüfstand kommen, diese Verantwortung liegt bei den Regierungen und letztlich bei den Parlamenten. Die Aufgabe, bei Mittelknappheit an den weniger wichtigen Ausgabenposten den Rotstift anzusetzen, kann nicht gänzlich durch geschickte Regelwerke umgangen werden. ■

Finanzmärkte

Kreditwachstum volatil, aber intakt

Im Euroraum hat sich das Wachstum der Kreditvergabe an Unternehmen im März leicht abgeschwächt. Während die Rate im Februar im Vorjahresvergleich bei (revidierten) 3,8 % lag, stieg die Kreditvergabe im März lediglich um 3,5 %. Die volatile Dynamik bei der Kreditvergabe passt in das Bild eines sich abschwächenden Wachstums. Für die Geldpolitik der EZB ist dies ein herausforderndes Umfeld. Die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Kredite an die privaten Haushalte sank im März ebenfalls leicht auf 3,1 %.

Auch M3 Geldmengenwachstum wieder gestiegen

Auch die Geldmenge wächst im März wieder etwas kräftiger. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 ist auf 4,5 % gestiegen, nachdem sie bereits im Januar auf 4,3 % angestiegen 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.

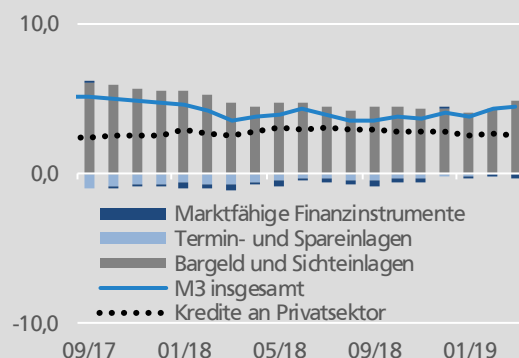
Schwacher Inflationsdruck im Euroraum

Der BVR Zins-Tacho signalisiert mit 54 von 100 möglichen Punkten ein weiterhin moderates mittelfristiges Inflationsrisiko für den Euroraum – mit weiterhin sinkender Tendenz. Innerhalb des Indikators ist die Konjunktur nach wie vor 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.

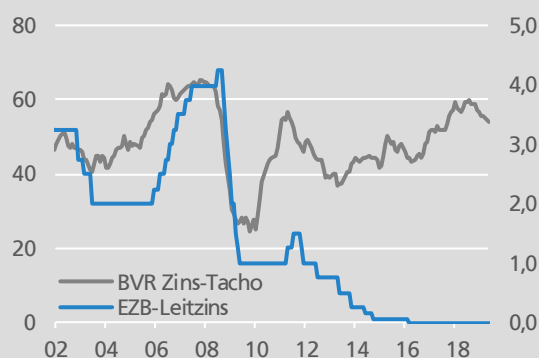
Keine Bewegung bei den Geldmarktzinsen

Der geringe Inflationsdruck verbunden mit der Strategie der EZB gibt keinen Anlass über Zinserhöhungen zu spekulieren. Entsprechend gibt es keinerlei Veränderungen am Geldmarkt – der durch die Vollzuteilung an die Notenbanksätze gekoppelt ist.

Beiträge zum M3-Wachstum
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



BVR Zins-Tacho
in Punkten



	Mrz. 19	Apr. 19	Mai 19
BVR Zins-Tacho	55	54	54
Konjunktur (50 %)	64	63	63
Preise/Kosten (40 %)	48	47	46
Kreditdynamik (10 %)	41	41	40

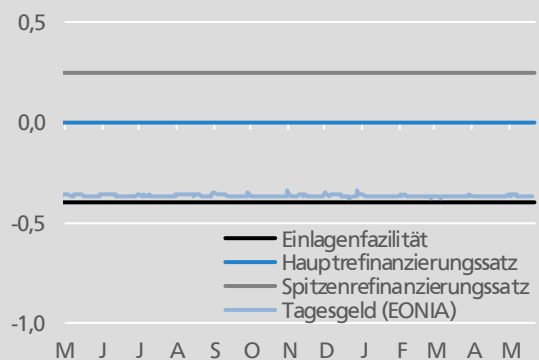
Der BVR Zins-Tacho ist ein Indikator für die Inflationsrisiken im Euroraum. Ein Anstieg des BVR Zins-Tachos zeigt steigende, eine Abnahme sinkende Inflationsrisiken an. Hinweise zur Berechnung finden sich im BVR Volkswirtschaft Kompakt vom Februar 2018.

Quelle: Thomson Reuters Datastream

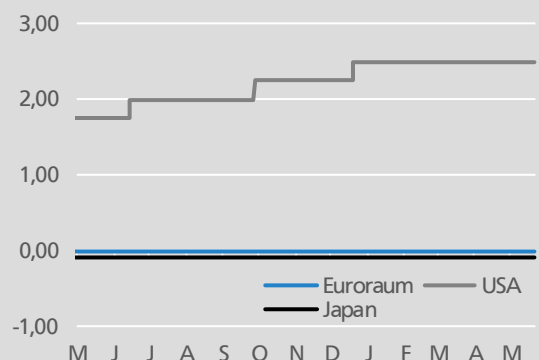
Wie wirken sich die Zölle auf die Zinsen aus?

Die Eskalation des Handelskonfliktes zwischen China und den USA wird beide Volkswirtschaften belasten. Dies wird sich auch auf den Welthandel und die globale konjunkturelle Entwicklung auswirken. Auch wenn Deutschland kurzfristig durch Handelsumlenkungen profitieren könnte, wird sich eine weitere Abkühlung des weltweiten Wachstums mittelfristig negativ auf den Exportweltmeister Deutschland auswirken. Auch in den USA stehen die Zeichen eher auf Abkühlung. Frühere Effekte der Steuererleichterung durch die Trump-Administration sind ausgelaufen und die Zölle wirken durch höhere Preise in den USA wie Steuererhöhungen. Diese haben somit eine Auswirkung auf die Inflation, jedoch im Umfang begrenzt und vor allem lediglich einmalig und nicht dynamisch. Gleichzeitig haben höhere Preise allerdings Auswirkungen auf den Handel. Somit sollte der wesentliche Effekt eine Schwächung der Konjunktur sein, auf welche die beiden betroffenen Länder reagieren werden. In China wirken bereits expansive Maßnahmen der vergangenen Monate und auch in den USA deutet Trump eine expansivere Fiskalpolitik an. Zudem würde auch die US-Notenbank bei einer Abschwächung der Konjunktur sicher schnell die Geldpolitik lockern. Soweit ist es allerdings noch nicht. Es ist gut möglich, dass Trump die Konsequenzen durch die heimischen Unternehmen, aber auch durch die Börsen sehr deutlich aufgezeigt werden. Bei aller Deal-Maker-Mentalität hat der US-Präsident die Absicht wiedergewählt zu werden. Es deutet einiges darauf hin, dass diese Eskalation eine Art retardierendes Moment im Drama des Handelskonfliktes darstellt. Im Anschluss wird es einen Kompromiss geben, der den Status Quo kaum deutlich verschiebt – jedoch von Donald Trump als großen Erfolg und den besten Deal aller Zeiten verkauft wird. Für Europa hat dieses Szenario einen Haken, es würde als Blaupause für den aufgeschobenen Konflikt im transatlantischen Handelsstreit dienen. Die Zeit der Unsicherheiten wird anhalten. Das wird auch auf die Politik der Notenbanken abfärben – sie werden eher lockern als die Zinsen anheben.

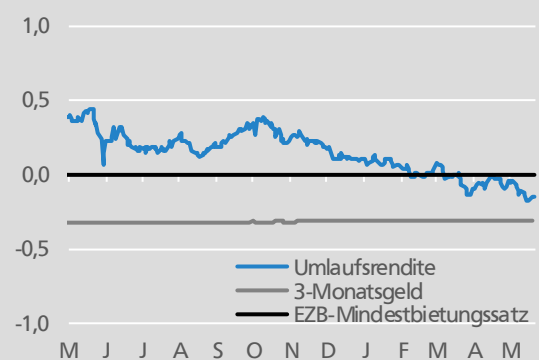
Wichtige Zinsen im Euroraum
in Prozent



Notenbankzinsen international
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen
in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Handelssorgen, Konjunkturoffnung, neues QE?

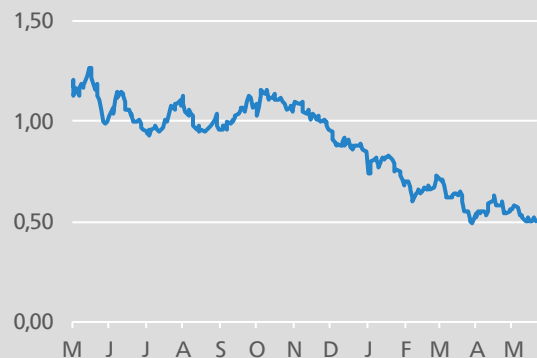
Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit notierten in den vergangenen Wochen volatil zwischen 0,10 % und -0,13 %. Ausschlaggebend war abermals die Suche nach einem sicheren Hafen. Die Handelsstreitigkeiten mit China wurden in den vergangenen Wochen um weitere Konflikte in Venezuela und mit dem Iran ergänzt und sorgten für einen risk-off Modus. Zwischenzeitliche Anzeichen auf eine Lösung im Handelsstreit und besser als erwartete Konjunkturdaten locken die Marktteilnehmer immer wieder aus dem sicheren Hafen heraus. Insgesamt überkompensierten die negativen Nachrichten jedoch die positiven, sodass die Renditen kontinuierlich sanken.

Die Zinsstrukturkurve der Bundesanleihen ist weiterhin sehr flach. Der Abstand zwischen Papieren mit einjähriger und zehnjähriger Restlaufzeit verringerte sich zwar leicht auf 0,46 % - allerdings insbesondere wegen der weiter sinkenden Rendite zehnjähriger Papiere. Einjährige Bundesanleihen rentierten am 21. Mai 2019 mit -0,55 %, zehnjährige Papiere bei -0,063 %. Auch die US-Zinsstrukturkurve ist weiterhin sehr flach und für kurze Laufzeiten invers.

Weitere Senkungen der Leitzinsen spielen in der Fantasie der Marktteilnehmer eine große Rolle. Und tatsächlich steigt mit dem Anhalten der globalen Unsicherheiten die Wahrscheinlichkeit, dass die Notenbanken wieder expansiver werden. Für Europa würde dies eine Verminderung des negativen Einlagezinses bedeuten, bei vermutlich gleichzeitiger Entlastung der Banken durch einen Staffelfinanzierungsplan bei der Berechnung des Zinses auf die Einlagen. In den USA könnte sich die Fed mit Blick auf die kurzzeitig inflationären Wirkungen der Zollpolitik zunächst gegen eine Zinssenkung aussprechen, diese aber bei Bedarf zeitnah nachholen. Allerdings scheint auch ein neues Quantitative Easing, also ein Ankaufprogramm von Staatsanleihen, eine mögliche Option. Diese gewinnt an Plausibilität, wenn mögliche Reaktionen aus China mit den dort gehaltenen US-Treasuries verbunden werden. Konkret könnte die Fed einspringen, wenn bei einer weiteren Eskalationsstufe China Teile des umfangreichen Portfolios von US-Staatsanleihen verkauft.

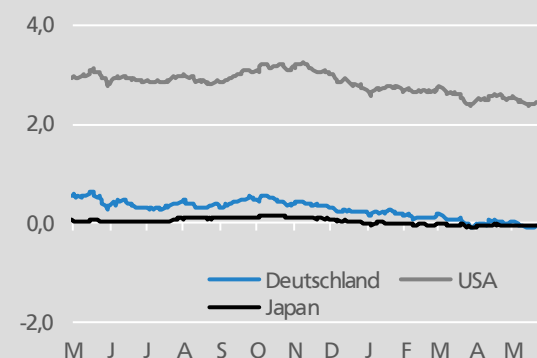
Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



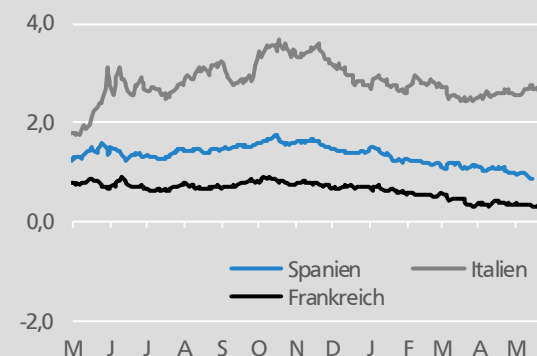
Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.

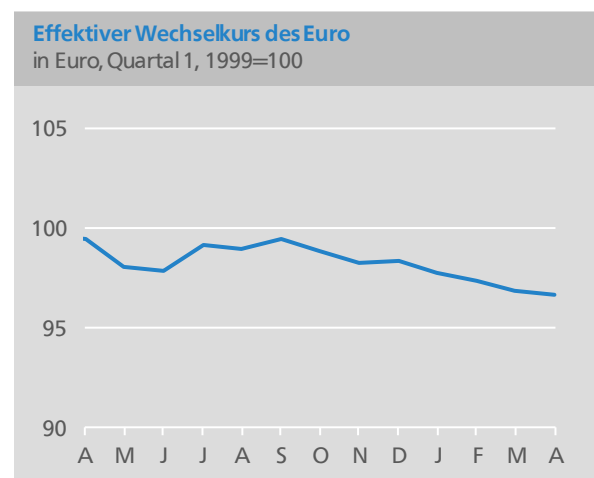
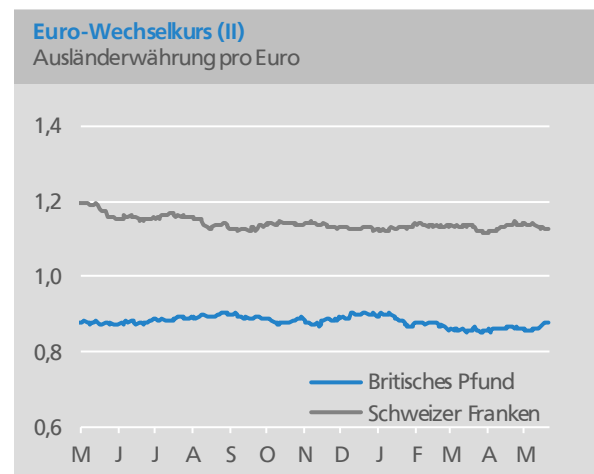
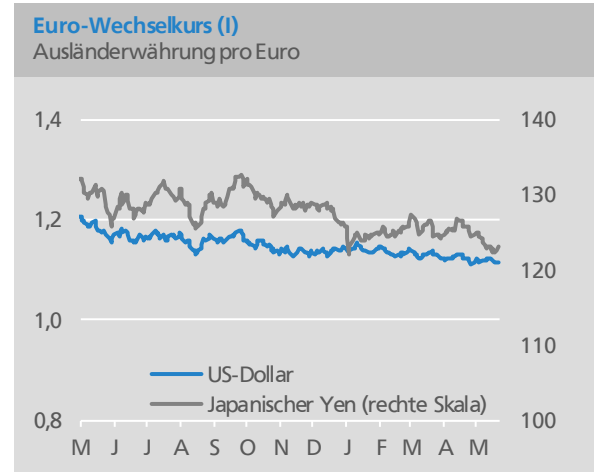


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Schwacher Euro, starker Dollar und das Pfund!

Die Anzeichen auf geldpolitische Lockerung in den USA und Europa mehren sich. Insbesondere die US-Notenbank Fed hat durch verschiedene Kommentare die Märkte darauf vorbereitet, dass bei einem weiteren Absinken der Kerninflation durchaus Zinssenkungen zu erwarten sind. Der eskalierende Handelsstreit und die US-Zölle sollten dies zwar kurzfristig verhindern, allerdings sollten die Folgen des Handelsstreites nicht spurlos an der US-Konjunktur vorbeigehen. Eine Lockerung ist in diesem Umfeld wohl am ehesten eine Frage des wann. Sowohl währungstheoretisch als auch mit Blick auf die Funktion des sicheren Hafens – insbesondere bei einem Krieg mit dem Iran – ist es wenig verwunderlich, dass der US-Dollar aktuell stark gegenüber anderen Währungen notiert. Am 21. Mai notierte der US-Dollar bei 1,12 Dollar pro Euro.

Das britische Pfund hat in den letzten Wochen eine Odyssee hinter sich bringen müssen. So notierte das Pfund nach der Ankündigung von Gesprächen zwischen Theresa May und Jeremy Corbin stark bei rund 0,849 Pfund pro Euro. Im Zuge der sich anbahnenden deutlichen Wahlschlappe der Tories bei den Europawahlen und dem damit verbundenen Risiko, dass Abkommen mit der EU doch noch durch das Parlament zu bekommen, schwächte sich die britische Währung merklich auf 0,878 Pfund ab. Ergänzt wurde dies durch den Abbruch der Gespräche zwischen Labour und den Tories über ein gemeinsames Vorgehen beim Brexit. Am Markt wird zunehmend realisiert, dass eine Lösung des Brexits-Streites im House of Commons nahezu aussichtslos bleibt. Sollte das Ergebnis der Europawahl die aktuellen Prognosen bestätigen, würde mit der neu gegründeten Brexit-Partei ein starkes Votum gegen die beiden großen etablierten Parteien abgegeben. Die Lesart wäre sicherlich, dass das Volk abermals deutlich für einen Brexit gestimmt hat und insbesondere mit der Arbeit der letzten drei Jahre von Theresa May nicht einverstanden ist. Es wäre schwer vorstellbar, dass es keinen Rücktritt gibt. Boris Johnson steht bereit die Regierung zu übernehmen – der harte Brexit wäre wahrscheinlicher.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

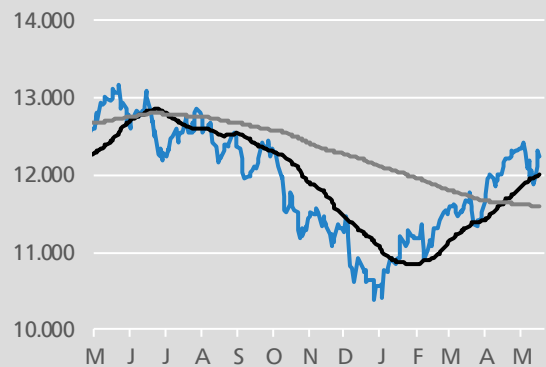
Hoffnungen zunächst verpufft?

Der Deutsche Aktienindex DAX konnte seit Jahresbeginn einen Großteil der Verluste wettmachen, die er vor dem Jahreswechsel verbuchen musste. So stieg der Index am 3. Mai auf den Jahreshöchstkurs von 12.452 Punkten. Profitiert haben die deutschen Aktien von Hoffnungen im Handelskonflikt, guten Geschäftszahlen einzelner Unternehmen sowie der anhaltenden Aussicht, dass die Notenbanken spätestens im zweiten Halbjahr wieder konjunkturrettend zur Seite stehen könnten. Auch besser als erwartete Daten zur chinesischen Konjunktur stützten die Aktienmärkte. In diesem Umfeld landeten auch Informationen zu Einzelunternehmen auf fruchtbarem Boden. SAP verbucht einen Tagesgewinn von über 10 % nach guten Geschäftszahlen und erhöhten Gewinnzielen. Ebenso stieg Wirecard nach Bekanntwerden des Einstiegs des japanischen Mischkonzerns Softbank in den DAX-Konzern. Weitere Unternehmen wie VW, Fresenius und Beiersdorf überraschten ebenfalls positiv. Die Abgesagte Fusion von der Stahlsparte von Thyssenkrupp mit Tata Steel sorgte für ein Plus von nahezu 30 % für die Aktie von Thyssenkrupp. Belastet wurde der Index jedoch von dem eskalierenden Handelsstreit mit China. In der Folge fiel der Index am 13. Mai auf 11.842 Punkte, bevor er sich im Zuge der Vertagung des Zollstreites zwischen Europa und den USA wieder erholte. Am 21. Mai notierte der DAX bei 12.143 Punkten.

Auch der Dow Jones konnte bis Anfang Mai Kurse über 26.600 Punkte und somit in der Nähe des Allzeithochs vorweisen. Anschließend sanken die Kurse aus Sorge vor den Folgen des Handelsstreites mit China auf unter 25.258 Punkte am 13. Mai. Die anhaltende Unsicherheit führt zu einer erhöhten Volatilität und sollte sich in den kommenden Wochen fortsetzen. Am 21. Mai notierte der Dow Jones bei 25.877 Punkten.

Die anstehenden Wochen verheißen weiter erhöhte Unsicherheiten. Neben dem Handelsstreit, dem Iran und Venezuela sollten die Auswirkungen der Europawahlen in den Mittelpunkt rücken. Die Notenbanken könnten womöglich durch expansive Maßnahmen Abhilfe schaffen. ■

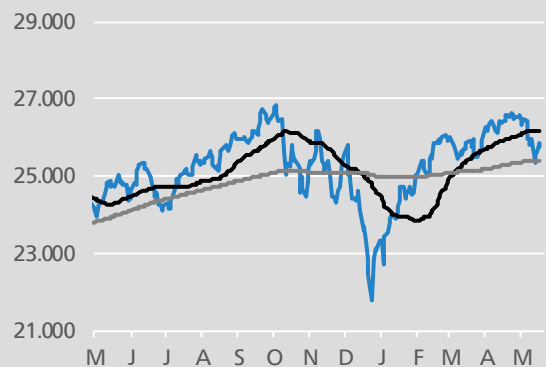
Deutscher Aktienmarkt
DAX, 40-/200-Tagesschnitt



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



Aktienmarkt USA
Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Konjunktur Euroraum

Merklicher BIP-Zuwachs

Zu Jahresbeginn hat das Wirtschaftswachstum im Euroraum an Schwung gewonnen. Gemäß ersten Schätzungen von Eurostat stieg das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im 1. Quartal mit einer Verlaufsrate von 0,4 %. Die BIP-Rate hat sich somit gegenüber dem 4. Quartal (+0,2 %) verdoppelt. Zum Wachstum trugen alle großen Volkswirtschaften des Währungsraums bei. Allerdings fiel die Dynamik in Spanien (+0,7 %) erneut stärker aus als in Deutschland (+0,4 %) und Frankreich (+0,3 %). In Italien ist die Wirtschaftsleistung nach zwei BIP-Rückgängen in Folge wieder gestiegen (+0,2 %). Erste Angaben zu den BIP-Verwendungskomponenten (Konsum, Investitionen, Außenhandel) sollen am 6. Juni veröffentlicht werden.

Industrieproduktion leicht gesunken

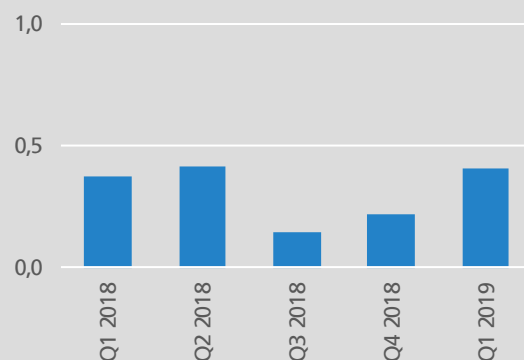
Im März haben die Industriebetriebe des Euroraums ihre Erzeugung erneut etwas vermindert. Die Industrieproduktion ist gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,3 % zurückgegangen, nachdem sie bereits im Februar leicht nachgegeben hatte (-0,1 %). In naher Zukunft dürfte die Industriekonjunktur zunächst gedämpft bleiben. Hierauf deutet zumindest der Order-Indikator hin, der von März auf April um 2,2 Punkte auf -6,5 Punkte fiel.

Stärkerer Verbraucherpreisanstieg

Die Preisdynamik auf der Verbraucherstufe hat im Währungsraum leicht zugenommen. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) stieg im April mit einer Jahresrate von 1,7 %. Im März waren die Verbraucherpreise noch um 1,4 % gestiegen. Die Inflationsrate wurde erneut vor allem durch die Energiepreise nach oben getrieben, die sich im April um 5,3 % verteuerten. Die Kernrate ohne Berücksichtigung der vergleichsweise stark schwankenden Energie- und Nahrungsmittelpreise lag zuletzt bei 1,3 %.

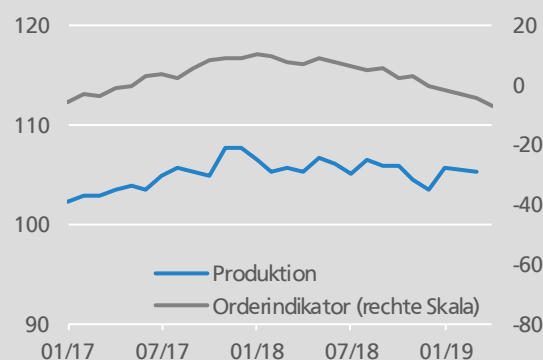
Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



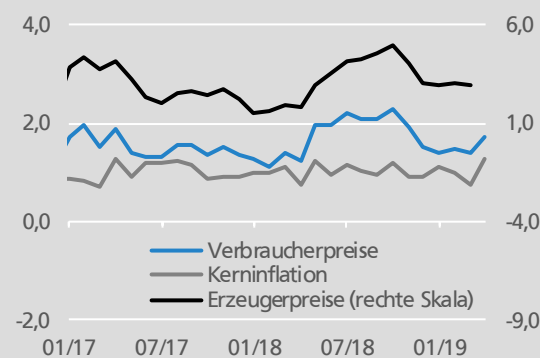
Produktion und Aufträge Euroraum

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Konjunktur Deutschland

Wachstumsdelle der deutschen Wirtschaft überwunden

Die hiesige Wirtschaft ist nach der Wachstumsdelle vom 2. Halbjahr 2018 zu Jahresbeginn 2019 wieder auf ihren Expansionspfad zurückgekehrt. Nach ersten Schätzungen des Statistischen Bundesamtes legte das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) im 1. Quartal gegenüber dem Vorquartal um deutliche 0,4 % zu. Der BIP-Zuwachs fiel damit etwas stärker aus als allgemein erwartet. So haben beispielsweise die an der Gemeinschaftsdiagnose teilnehmende Wirtschaftsforschungsinstitute in ihrem aktuellen Frühjahrgutachten mit einem leicht schwächeren Anstieg um 0,2 % gerechnet.

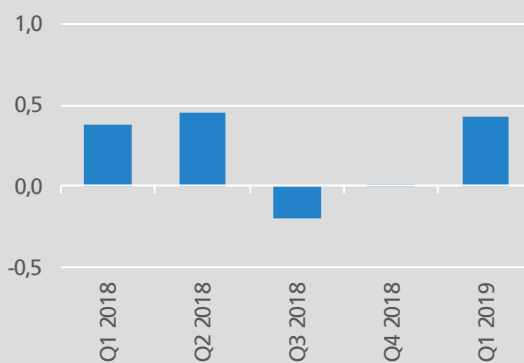
Gemäß den amtlichen Angaben kamen die Wachstumsimpulse im Jahresauftaktquartal vor allem aus dem Inland. Die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen und der Privatkonsum legten kräftig zu. Vom Außenhandel gingen hingegen gemischte Signale aus, da sowohl die Exporte als auch die Importe stiegen.

Angeichts der insgesamt verhaltenen Entwicklung wichtiger Stimmungsindikatoren und des merklichen Rückgangs der Industrie-Auftragseingänge im 1. Quartal legen jüngste Schätzungen des BVR für das Sommerhalbjahr eine schwächere BIP-Entwicklung nahe. Auch ist davon auszugehen, dass die Bauinvestitionen, die zum Jahresanfang wegen der milden Witterung offenbar unerwartet deutlich ausgeweitet wurden, das hohe Wachstumstempo im weiteren Jahresverlauf nicht halten können. Ausführliche Angaben zur Entwicklung des BIP im 1. Quartal wird das Statistische Bundesamt am 23. Mai bekanntgeben.

Der BVR geht derzeit weiterhin davon aus, dass das preisbereinigte BIP Deutschlands im gesamten Jahr 2019 um 0,8 % steigen wird.

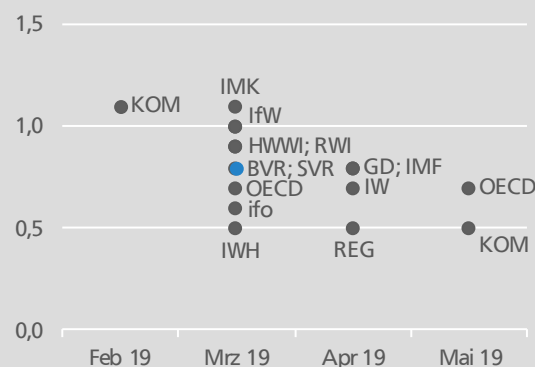
Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

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

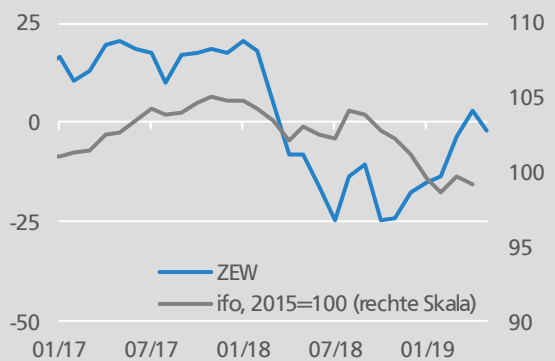
ZEW-Konjunkturerwartungen geben leicht nach

Finanzmarktexperten blicken den wirtschaftlichen Aussichten Deutschlands wieder etwas verhaltener entgegen. Die auf einer monatlichen Expertenumfrage beruhenden ZEW-Konjunkturerwartungen sind im Mai um 5,2 Punkte auf -2,1 Punkte gesunken. Zuvor war der Indikator noch fünf Mal in Folge gestiegen. Zur Eintrübung der Konjunkturerwartungen trug nicht zuletzt die jüngste Eskalation im Handelskonflikt zwischen den USA und China bei. So haben die USA mit Wirkung zum 10. Mai die Strafzölle auf chinesische Importwaren im Umfang von 200 Mrd. US-Dollar von 10 % auf 25 % angehoben. Zum ifo Geschäftsklima liegen derzeit noch keine Angaben für Mai vor. Im April war der Geschäftsklimaindex leicht um 0,5 Punkte auf 99,2 Punkte zurückgegangen.

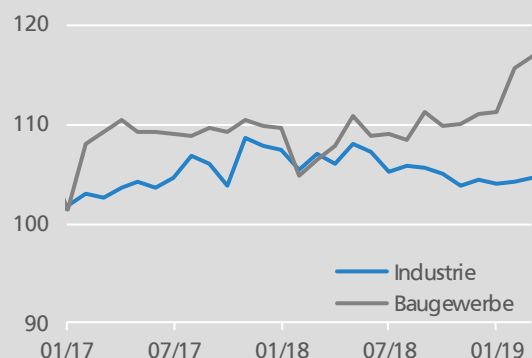
Etwas höhere Industrieproduktion

In Deutschland hat sich die Industrieproduktion zuletzt weiter gefestigt. Die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes ist im März gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt leicht um 0,4 % gestiegen. Über das gesamte 1. Quartal betrachtet gab sie jedoch geringfügig nach (-0,1 %). Die Kfz-Industrie, die im Zuge der Einführung des neuen Abgasmessverfahrens WLTP ihren Ausstoß in der zweiten Jahreshälfte 2018 merklich zurückgefahren hatte, konnte ihre Erzeugung im 1. Quartal 2019 um 0,4 % erhöhen. Die dämpfende Wirkung des WLTP-Sondereffekts scheint damit größtenteils überwunden zu sein, ebenso wie die Belastungen in der Binnenschifffahrt durch niedrige Wasserpegelstände. Positiv stimmt zudem, dass auch das Baugewerbe im März seine Produktion ausweiten konnte (+1,0 %). Der Auftragseingang der deutschen Industrie hat sich im März ebenfalls gefestigt. Die Neuaufträge legten im Vormonatsvergleich um 0,6 % zu, nachdem sie im Februar um 4,0 % eingebrochen waren. Dabei standen zunehmenden Auslandsbestellungen aus dem Euroraum (+8,6 %) und dem Nicht-Euroraum (+1,4 %) rückläufige Inland-sorders (-4,2 %) gegenüber. Im gesamten 1. Quartal waren für den Orderschwund von 4,1 % allerdings in erster Linie die Bestellungen aus dem Nicht-Euroraum verantwortlich, die um deutliche 7,2 % nachgaben.

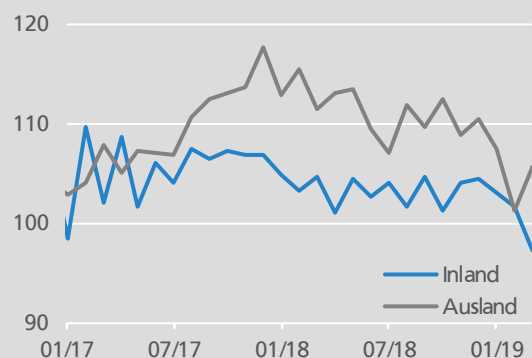
Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland
Saldenwerte, saisonbereinigt



Produktion Deutschland
2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Aufträge Deutschland
2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Inflationsrate legt merklich auf 2,0 % zu

Die hiesige Inflationsrate, basierend auf dem Verbraucherpreisindex (VPI) ist jüngst kräftig gestiegen, von 1,3 % im März auf 2,0 % April. Zentraler Treiber der Gesamtentwicklung sind nach wie vor die Energiepreise. Haushaltsenergie und Kraftstoffe haben sich im April im Zuge höherer Rohölpreise etwas stärker verteuert als im März (+4,6 % nach +4,2 %). Zum Anstieg der Inflationsrate trug allerdings auch ein Sondereffekt bei. So legten die Dienstleistungspreise erheblich stärker zu als zuvor (+2,1 % nach +1,2 %). Hauptgrund hierfür waren die Preise für Reisen und Verkehr, die wegen der vergleichsweise späten Lage des Osterfests im März weniger deutlich - im April dafür aber umso stärker - stiegen.

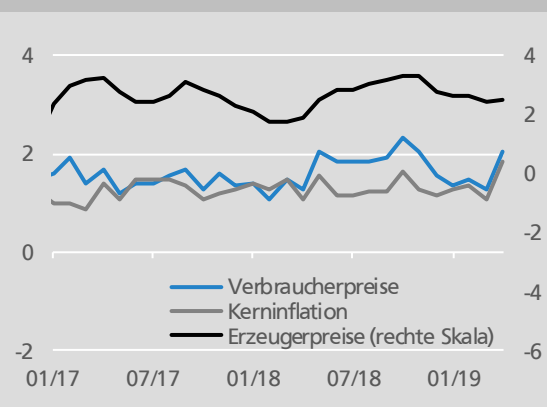
Wieder weniger Firmenpleiten

Im Februar hat sich das Insolvenzgeschehen in Deutschland weiter entspannt. Von den Amtsgerichten wurden 1.579 Unternehmens- und 5.151 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Die Anzahl der Firmenpleiten lag damit um 2,8 % unter dem entsprechenden Wert des Vorjahresmonats. Sie folgt bereits seit Jahren einen Abwärtstrend, war im Januar jedoch etwas gestiegen (+5,7 %). Die Zahl der Verbraucherpleiten ist im Februar gegenüber dem Vorjahresmonat um 5,5 % gesunken, nachdem sie im Vormonat im Wesentlichen stagniert hatte.

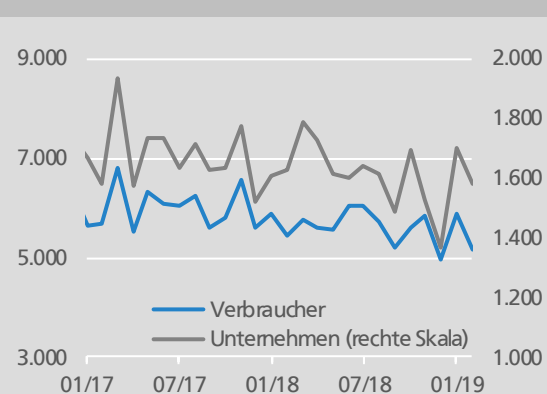
Anhaltende Frühjahrsbelebung am Arbeitsmarkt

Am deutschen Arbeitsmarkt haben sich die günstigen Entwicklungstrends fortgesetzt. Die Arbeitslosenzahl ist im April gegenüber dem Vormonat um 72.000 auf 2,229 Mio. Menschen zurückgegangen. Bereinigt um die üblichen Effekte der Frühjahrsbelebung sank die Arbeitslosigkeit um 12.000 Personen. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote verharrte im April auf ihrem vergleichsweise niedrigen Vormonatsniveau von 4,9 %. Im Gegensatz zur Arbeitslosigkeit ist die Erwerbstätigkeit weiter angestiegen. Die Anzahl der Erwerbstätigen legte nach aktuellen amtlichen Schätzungen von Februar auf März saisonbereinigt um 33.000 Menschen zu. Vor dem Hintergrund der nach wie vor hohen Arbeitskräftenachfrage ist in naher Zukunft mit einem weiteren Anstieg zu rechnen. ■

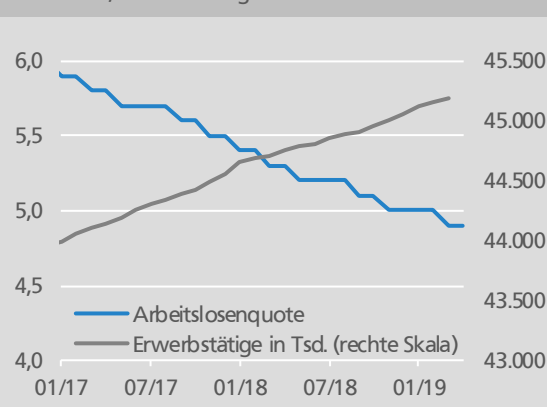
Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland
gg. Vorjahr in Prozent



Insolvenzen Deutschland
Monatliche Fallzahlen



Arbeitslosenquote und Erwerbstätige Deutschland
in Prozent, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream