

# VOLKSWIRTSCHAFT KOMPAKT

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

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

## Bitcoin und andere Kryptowährungen: Rechtliche Rahmenbedingungen zügig setzen

Bitcoins und andere Kryptowährungen haben in den letzten Jahren massiv an Bedeutung gewonnen. Dennoch bleibt der Handel mit Kryptowährungen weitgehend unreguliert. Die Bundesregierung sollte sich auf nationaler, europäischer und globaler Ebene für klare Rahmenbedingungen bei Geschäften mit Kryptowährungen einsetzen. Dabei sollte aber das richtige Maß im Auge behalten werden. Das Fehlen gesetzlicher Rahmenbedingungen kann aber ebenso wie ein Zuviel an Regulierung den Erfolg der Blockchain-Technologie gefährden. Aufsicht und Gesetzgeber sollten daher bei ihren Bemühungen von zu restriktiven Regulierungen oder gar Totalverboten absehen.

Die Preise von Kryptowährungen folgen aktuell dem typischen Auf und Ab von Spekulationen getriebener Assets. Im Rahmen der privaten Altersvorsorge ist daher von einem Engagement in Kryptowährungen gänzlich abzuraten, da Kryptowährungen den grundlegenden Anforderungen eines auf Sicherheit ausgelegten Altersvorsorgesparplans nicht ansatzweise gerecht werden. Im Falle einer Vertrauenskrise ist sogar der Totalverlust möglich.

Die Blockchain-Technologie bietet der Finanzindustrie eine Vielzahl von Anwendungsmöglichkeiten. Effizienzsteigernde Wirkungen könnte die Blockchain-Technologie vor allem in den Bereichen Wertpapierabwicklung, dem grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr oder in der Versicherungsbranche entfalten.



### Inhalt

#### Bitcoin und andere Kryptowährungen: Rechtliche Rahmenbedingungen zügig setzen

2

Dr. Jan Philip Weber  
 E-Mail: [j.weber@bvr.de](mailto:j.weber@bvr.de)

#### Finanzmärkte

6

Dr. Jan Philip Weber  
 E-Mail: [j.weber@bvr.de](mailto:j.weber@bvr.de)

#### Konjunktur

11

Dr. Gerit Vogt  
 E-Mail: [g.vogt@bvr.de](mailto:g.vogt@bvr.de)

## Bitcoin und andere Digitalwährungen: Rechtliche Rahmenbedingungen zügig setzen

Kryptowährungen haben eine atemberaubende Entwicklung hingelegt. Noch zu Beginn dieses Jahrzehnts galten sie weithin als eine libertär-anarchistisch inspirierte Kuriosität. Spätestens seit Ende 2017 sind Kryptowährungen aber mit ihren Fortschrittsversprechen in aller Munde. Insbesondere die immensen Wertsteigerungen der Digitalwährungen im vergangenen Jahr haben das Thema Kryptowährungen mitsamt der damit verbundenen Blockchain-Technologie\* weltweit salonfähig gemacht. Mittlerweile zeigen sowohl institutionelle Investoren als auch private Haushalte ein ausgeprägtes Interesse am Handel mit den Währungseinheiten (Tokens). Auf Seite 5 werden die Kryptowährungen noch einmal kurz und knapp erklärt.

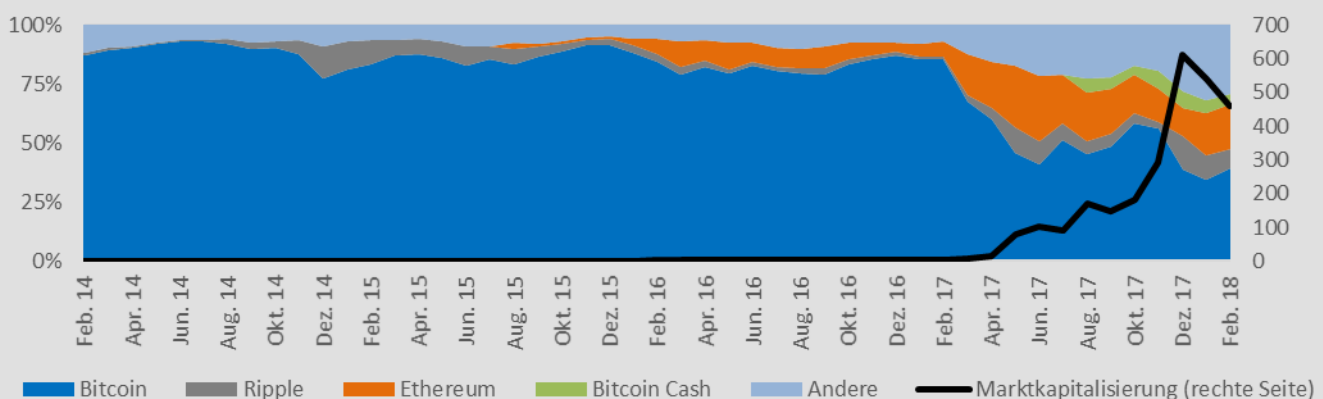
Die bekannteste und älteste Kryptowährung ist der Bitcoin. Er ist aber nur eine von vielen solchen Währungen, deren Zahl seit Jahren rasant zunimmt. Aktuell gibt es knapp eintausend unterschiedliche Kryptowährungen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als 1 Mio. US-Dollar. All diesen Kryptowährungen gemein ist die Idee, Transaktionen bzw. Informationen verschlüsselt über ein verteiltes Kontenbuch (Blockchain-Technologie) virtuell auszutauschen. Die Marktkapitalisierung aller Kryptowährungen liegt aktuell bei rund 450 Mrd. US-Dollar nach knapp 3 Mrd. US-Dollar Anfang 2017 und 610 Mrd. Dollar Ende 2017.

Der Hype um die Kryptowährungen nährt sich aus dem Versprechen des hohen marktverändernden Potenzials der Blockchain-Technologie, da sie nicht nur im Zahlungsverkehr, sondern in vielen Bereichen der Wirt-

schaft Anwendung finden kann. Die Hoffnung ist groß, dass die neue Technologie einen wichtigen Beitrag zur Automatisierung der Wirtschaft leisten wird. Die Anwendungsmöglichkeiten sind vielfältig: Während der Bitcoin als ein digitales und dezentral organisiertes Zahlungsmittel geschaffen wurde, bieten andere Digitalwährungen wie Ripple oder Ethereum Plattformen für den grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr in verschiedenen Währungen oder für selbstausführende Verträge (Smart Contracts), bei denen z.B. automatische Zahlungen an bestimmten Bedingungen geknüpft werden. Auch könnten Kryptowährungen, wie z.B. IOTA, unter dem Stichwort Internet der Dinge als schnelles Kommunikations- und Zahlungsmittel zwischen Maschinen fungieren.

Der Blockchain-Ansatz wird von seinen Fürsprechern als ein zentraler Baustein einer noch stärker automatisierten und digitalisierten Welt gesehen. Der Bitcoin sollte in diesem Zusammenhang auch weniger als eine ernsthafte Alternative zu etablierten Währungen wie dem Dollar und Euro wahrgenommen werden. Vielmehr hat der Bitcoin gezeigt, dass ein digitales, dezentral organisiertes Kontenbuchssystem von einer Vielzahl von Nutzern als ein Träger für den Zahlungsverkehr akzeptiert wurde. Das stärkte das Vertrauen in die gesamte Technologie. Ob diese ihr Versprechen einlösen kann, wird von dem Ausmaß ihrer zukünftigen Nutzung abhängen und davon, ob die neue Technologien auch nach dem aktuellen Hype das Vertrauen von Investoren und potentiellen Anwendern genießen.

**Kryptowährungen: Marktanteile und Marktkapitalisierung**  
in % bzw. in Mrd. Euro



Quelle: coinmarketcap.com (Stand: 27. Februar 2018), eigene Berechnungen

\* Blockchain wird in diesem Aufsatz aus Gründen der besseren Lesbarkeit als Synonym für die Distributed-Ledger-Technologie benutzt.

## Bitcoin und Co. stark von Spekulationen getrieben

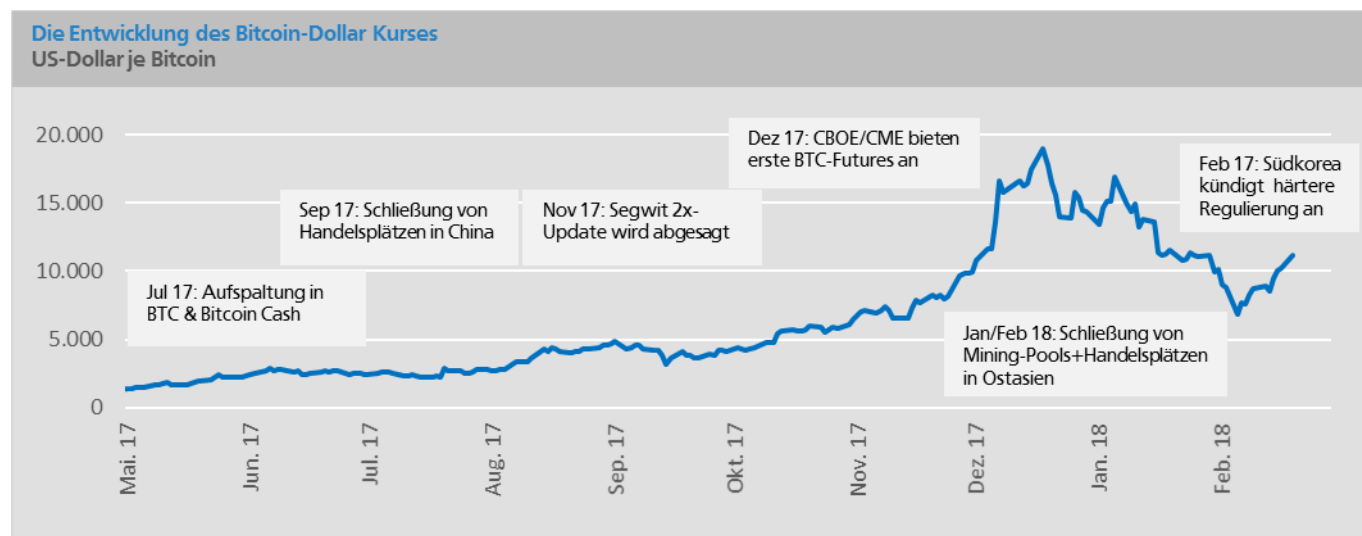
Die Preise von Kryptowährungen folgen aktuell dem typischen Muster von Spekulationsblasen. Das zeigt sich vor allem in den volatilen Kursverläufen und an der hohen Korrelation der Digitalwährungen untereinander. Die Kursexplosionen bei Bitcoins und anderen Kryptowährungen hatten im Jahresverlauf 2017 vor allem auch Investoren angelockt, die stark von kurzfristigen Gewinnmargen getrieben waren. Dadurch verliefen die Kursentwicklungen noch etwas volatil.

Der Bitcoin erreichte sein bisheriges Allzeithoch von knapp 18.941 US-Dollar pro Token am 18. Dezember 2017. Das war das Achtzehnfache seines Vorjahresresultimos. Andere Kryptowährungen erlebten noch kräftigere Preissteigerungen. Der Dollarkurs eines Ripple-Tokens lag Ende 2017 sogar um das 350-fache höher als ein Jahr zuvor. In den ersten zwei Monaten dieses Jahres drehte sich das Blatt: Von seinem Allzeithoch ausgehend verlor der Bitcoin bis zum 5. Februar 64 % seines Dollar-Wertes. Bei anderen Kryptowährungen fiel der Rückgang noch höher aus. Zuletzt erholte sich der Bitcoin-Kurs wieder leicht.

Die Kursdynamiken sind auch im historischen Vergleich gigantisch. In ihrem Ausmaß übertreffen sie sogar berühmte Spekulationsblasen wie die Tulpenmanie in den Niederlanden im 17. Jahrhundert. Die Amplituden der jüngsten Vermögenspreisblasen fielen hingegen deutlich niedriger aus. So lag z.B. der Hochpunkt des NASDAQ im Verlauf der Dot.com Blase „nur“ viermal höher als zu Beginn der Hausse.

Die Unsicherheit über den weiteren Kursverlauf an den Märkten für Kryptowährungen bleibt ausgeprägt. Es ist weiterhin unklar, wie groß die wirtschaftlichen Potentiale der Blockchain-Technologie letztendlich sind und auch, welche Preise für die jeweiligen Kryptowährungen ökonomisch fair sind. Vor diesem Hintergrund ist das Ausmaß der Übertreibungen bei Kryptowährungen nur schwer abzuschätzen. Aktuell sind die Erwartungen hoch. In dieser Gemengelage sind die spekulativen Kräfte am Markt ausgeprägt. Investitionen in Kryptowährungen sind daher für Privatanleger momentan nicht zu empfehlen. Im Rahmen der privaten Altersvorsorge ist von einem Engagement privater Haushalte in Kryptowährungen sogar gänzlich abzuraten, da sie den grundlegenden Anforderungen eines auf Sicherheit ausgelegten Altersvorsorgeplans aktuell nicht ansatzweise gerecht werden. Denn, nicht weniger als der Totalverlust ist im Falle einer Vertrauenskrise möglich.

Darüber hinaus sind die Risiken eines Datenraubs oder der Betrug im Rahmen des Handels mit Kryptowährungen noch nicht ausreichend geklärt. So kam es in den vergangenen Monaten immer wieder zu Hackerangriffen auf Handelsplattformen, wie z.B. auf die japanische Kryptowährungsbörse Coincheck, in deren Verlauf Einlagen der Kryptowährung Nem im Wert von rund 500 Millionen US-Dollar abhandenkamen. Aufgrund der dünnen Kapitalausstattung dieser Börsen ist es fraglich, ob und inwieweit solche Verluste ersetzt werden können.



## Bedeutung für die Finanzindustrie

Die Blockchain-Technologie stellt für die Finanzindustrie eine Vielzahl von Anwendungsmöglichkeiten in Aussicht. In der Theorie ließe sich jeder Vertrag der Bank mit einer Gegenpartei über eine Blockchain-Plattform abwickeln. Aktuell ist der Blick der Finanzindustrie erst einmal auf zwei zentrale Felder des Bankgeschäfts gerichtet: dem Zahlungsverkehr und der Wertpapierabwicklung.

Im Bereich des Zahlungsverkehrs sind Bitcoins bislang der prominenteste Vertreter. Sie sind komplett dezentral organisiert und benötigen weder eine zentrale übergeordnete Institution, wie z.B. die Zentralbank, noch spezielle Intermediäre des Geldes, wie z.B. Geschäftsbanken, um ein funktionsfähiges Zahlungsverkehrsnetzwerk zu gewährleisten. Die Menge an Bitcoins wird durch einen speziellen Algorithmus festgelegt und begrenzt. Teilnehmer des Netzwerkes können über das Mining neue Bitcoins schaffen, die Belohnungen für Rechendienste darstellen. Ein mögliches Ziel der digitalen Währung Bitcoin und seiner modifizierten Varianten, wie z.B. Bitcoin Cash, könnte sein, traditionelle Währungen vollständig zu ersetzen. Damit würden auch Zentralbanken und Geschäftsbanken auf dem Gebiet des Zahlungsverkehrs in ihrer jetzigen Tätigkeit stark an Bedeutung verlieren.

Trotz der Erfolge des Bitcoins hat sich in den letzten Monaten gezeigt, dass der Bitcoin bislang keine Alternative zu den etablierten Währungen darstellt. Zuletzt fungierten Bitcoins eher als Spekulationsobjekt denn als Zahlungsmittel. Die hohe Volatilität beim Bitcoin lässt die Wertaufbewahrungsfunktion, die eine zentrale Qualität einer Währung ist, vermissen. Auch liegt der Energieaufwand einzelner Bitcoin-Transaktionen mittlerweile weit mehr als das Tausendfache über dem Energieaufwand von Transaktionen innerhalb des herkömmlichen Zahlungsverkehrs. Dementsprechend teurer sind die einzelnen Transaktionen innerhalb des Bitcoin-Systems. Nach Schätzungen der auf Kryptowährungen spezialisierten Internet-Plattform Digiconomist liegt der aktuelle Bitcoin Energieverbrauch bei rund 50 Terrawattstunden im Jahr, was mehr oder weniger

dem Energieaufwand von Portugal entspricht. Darüber hinaus offenbarten in der Vergangenheit Hackerangriffe auf Handelsplattformen immer wieder die Sicherheitsmängel im Handel mit Bitcoins und anderen Kryptowährungen. Dies betrifft zwar nicht das System des Bitcoins selbst aber die für den Zugang wichtigen Handelsplattformen und sorgt damit für ein steigendes Misstrauen. Außerdem wird dem Bitcoin vorgeworfen, aufgrund seines hohen Anonymitätsversprechens als willkommene Plattform für die kriminelle Geldwäsche zu dienen.

Chancen ergeben sich beim Interbankenhandel. Kryptowährungen wie Ripple versprechen unter anderem, mithilfe des eigenen Tokens, der als Brückenwährung zwischen den unterschiedlichen Währungen dient, grenzüberschreitende Transaktionen oder wichtige Bereiche des Devisenhandels über ihre Netzwerkplattformen deutlich schneller und kostengünstiger ablaufen zu lassen. Die DZ Bank Tochter ReiseBank konnte im Sommer 2016 zusammen mit einer kanadischen Bank über eine Ripple-Plattform eine transatlantische Konto-zu-Bargeld-Zahlung inklusive Währungstausch innerhalb weniger Sekunden abwickeln. Über SWIFT hätte dies mehrere Tage gedauert.

In der Wertpapierabwicklung verspricht die Blockchain-Technologie ebenfalls einen direkten Mehrwert. So könnten die Prozesse rund um die Abwicklung von Wertpapieren über sogenannte Smart Contracts effizienter und kostengünstiger gestaltet werden. So könnten die mitunter komplexen Abstimmungsprozesse (Reconciliations) von Wertpapierbeständen oder vertraglich vereinbarte Aktionen, wie z.B. Kupon- und Zinszahlungen, durch Automatisierung einfacher und schneller gestaltet werden.

Versicherungsgunternehmen wiederum könnten ihre Produkte mithilfe der Blockchain-Technologie kosteneffizienter gestalten. Die Axa Versicherung bietet seit 2017 eine Versicherung für Flugverspätungen auf Blockchain-Basis an, mit der die Versicherungsnehmer bei Flugverspätungen die vereinbarte Kompensation automatisch, d.h. ohne diese überhaupt melden zu müssen, erhalten können.

## Rechtliche Rahmenbedingungen vernünftig setzen

Bitcoins und andere digitale Währungen spielen mittlerweile eine immer bedeutendere Rolle an den Finanzmärkten. Die meisten Geschäfte mit Kryptowährungen laufen dabei weitestgehend unreguliert und anonym ab. Aktuell versuchen Regierungen und Regulierer weltweit den Kryptowährungen auch regulatorisch Herr zu werden. So erhöht die BaFin seit längerem ihr Engagement auf diesem Gebiet. Auch die EU-Kommission kündigte zuletzt an, ein Regelwerk für den Gebrauch von Kryptowährungen auszuarbeiten.

Die Bundesregierung sollte sich in diesem Jahr auf nationaler, europäischer und globaler Ebene für einen gesetzlichen Rahmen bei Geschäften mit Kryptowährungen verstärkt einsetzen. Die globale Finanzmarktkrise des letzten Jahrzehnts hat schmerzhaft aufgezeigt, dass bei einer unzureichenden Aufsicht und Erfassung von Finanzprodukten unkontrollierbare Risiken für das gesamte Finanzsystem entstehen können. Diesen Gefahren gilt es bei Kryptowährungen auch international rechtzeitig zu begegnen.

Auch sollte dafür Sorge getragen werden, dass die Anliegen des Verbraucherschutzes beim Handel mit Kryptowährungen gewahrt bleiben. Eine Sonderstellung von Kryptowährungen als weitgehend unreguliertes Finanzprodukt darf kein Dauerzustand sein. Aufwendige aufsichtsrechtliche Einzelfallprüfungen von Kryptowährungen sollten aus kosten- und zeitoptimalen Gründen nicht die Regel sein.

Das Fehlen klarer gesetzlicher Rahmenbedingungen kann aber genauso wie ein Zuviel an Regulierung den Erfolg der Blockchain-Technologie gefährden. So dürften unklare Haftungs- oder Verantwortlichkeitsfragen die Akzeptanz von Kryptowährungen und digital verteilter Netzwerkplattformen bei Banken, Unternehmen und Privatpersonen schwächen. Gerade in der Finanzindustrie spielt das Vertrauen eine herausragende Rolle. Andererseits drohen bei einer zu restriktiven Regulierung oder gar Totalverboten vielversprechende Ansätze im Rahmen der Blockchain-Technologie schon im Ansatz ausgebremst zu werden. ■

## KURZ & KNAPP: WAS SIND KRYPTOWÄHRUNGEN?

Den Ursprung der heutigen Kryptowährungen und deren Distributed-Ledger-Technologie ist der Bitcoin. Er wurde als erste digitale Blockchain-Kryptowährung im Jahr 2008 unter dem Pseudonym Satoshi Nakamoto in einem kurzen Papier beschrieben und nach den beschreibenden Regeln auch erschaffen. Die wahre Identität hinter dem Namen ist bis heute unbekannt.

Die Distributed-Ledger-Technologie bildet die technische Grundlage der hier besprochenen Kryptowährungen. Es handelt sich hierbei um ein gleichrangig verteiltes Netzwerk, das eine gemeinsame Datenbank bzw. Kontenbuch führt. Alle Teilnehmer halten dabei Lese- und vor allem Schreib- und Speicherberechtigungen. Dies ist auch der entscheidende Unterschied zu herkömmlichen zentral verwalteten Netzwerken.

Es liegt in der Natur des gleichrangig verteilten Netzwerks, dass bei Distributed-Ledger-Netzwerken keine Transaktionsintermediäre benötigt werden. Im Falle einer für den regulären Zahlungsverkehr vorgesehenen Kryptowährung wären dann z.B. Zentralbanken und Banken für die Geldschöpfung und den Zahlungsverkehr nicht mehr nötig.

Bei einer Änderung innerhalb des gemeinsamen Kontenbuchs fallen den Netzwerkteilnehmern zentrale Validierungsaufgaben zu. Erst wenn ein Konsens über die Korrektheit der Änderungen innerhalb des Netzwerkes hergestellt werden konnte, wird die Änderung in das Kontenbuch bei allen Netzwerkteilnehmern an der richtigen Stelle verbindlich übertragen. Die korrekte Validierung der Änderungen erfolgen dabei über rechenaufwendige Konsensmechanismen.

Der Name Kryptowährungen leitet sich von den Authentifizierungsmechanismen der Netzwerkteilnehmer ab, die erfüllt sein müssen, um die vollen Rechte innerhalb der Netzwerkes zu erhalten. Die Mechanismen basieren dabei auf aufwendigen kryptografischen Verfahren. Die Blockchain-Technologie wiederum ist eine spezielle Form der Distributed-Ledger-Technologie mit der sich Transaktionen besonders gut abbilden und umsetzen lassen. Sie wurde in diesem Aufsatz aus Gründen der besseren Lesbarkeit als Synonym für Distributed-Ledger-Technologien verwendet.

## Finanzmärkte

### Kreditwachstum an Unternehmen legt zu

Das Kreditwachstum an Unternehmen im Euroraum hat zu Beginn des neuen Jahres zugelegt. Damit setzte sich die Zunahme der Kreditdynamik im Euroraum im neuen Jahr fort. Das Wachstum der um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten ausgegebenen Kreditsumme an Unternehmen lag im Januar bei 3,4 %. Das waren 0,3 Prozentpunkte mehr als im Dezember. Die Kredite an die Privaten Haushalte wuchsen im Jahresvergleich mit 2,9 % genauso stark wie Ende 2017. Die Unternehmenskreditvergabe stieg im Monatsvergleich um 24 nach 10 Mrd. Euro im Dezember. Die Kredite an die Privaten Haushalte im Euroraum legten im gleichen Zeitraum erneut um 17 Mrd. Euro zu.

### Geldmengenwachstum erholt sich im August

Das Geldmengenwachstum fiel im Januar mit einer Jahreswachstumsrate von 4,6 % genauso hoch aus wie im Dezember 2017. Haupttreiber des Geldmengenwachstums blieb die besonders liquide Geldmenge M1, die einen Wachstumsbeitrag in Höhe von 5,6 Prozentpunkten beisteuerte. Die weniger liquiden Spareinlagen dämpften mit einer Jahreswachstumsrate in Höhe von -0,6 Prozentpunkten das M3-Geldmengenwachstum. Ebenfalls negativ fiel der Wachstumsbeitrag der marktfähigen Finanzinstrumente mit einem Beitrag von -0,4 Prozentpunkten aus.

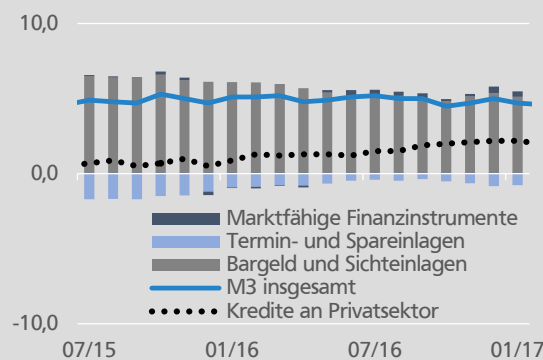
### Inflationsdruck moderat

Der BVR Zins-Tacho blieb im Februar unverändert bei 58 Punkten. Die Inflationsrisiken sind damit insgesamt leicht erhöht, im langjährigen Durchschnitt nimmt der Zins-Tacho den Wert 50 ein. Deutlich überdurchschnittlich notiert der Teilindikator Konjunktur mit 76 Punkten, der zur Hälfte zum Gesamtindex beiträgt. Die Komponenten Preise/Kosten und die Kreditdynamik zeigten demgegenüber mit 38 bzw. 42 Punkten unterdurchschnittliche Inflationsrisiken an. Gemessen an der Geldpolitik seit der Einführung des Euro wäre bei den aktuellen Wirtschaftsdaten ein Leitzins von rund 3 % eher angemessen als der aktuelle Leitzins von 0 %.

Die Berechnung des BVR Zins-Tacho wurde im Februar nach mehr als zehn Jahren aktualisiert. Die Konjunktur-

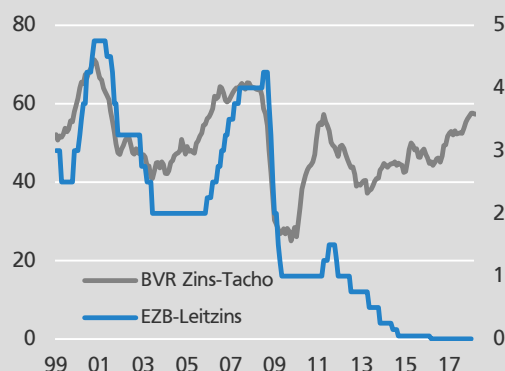
### Beiträge zum M3-Wachstum

in Prozentpunkten, saisonbereinigt



### BVR Zins-Tacho

in Punkten



	Dez. 17	Jan. 18	Feb. 18
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>57</b>	<b>58</b>	<b>58</b>
Konjunktur (50 %)	75	76	76
Preise/Kosten (40 %)	39	39	38
Kreditdynamik (10 %)	39	41	42

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 Haupttext dieses BVR Volkswirtschaft Kompakt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream

komponente wird nun aus vier statt zuvor sechs Indikatoren für den Euroraum berechnet: Industrieproduktion, Auftragseingang, Wirtschaftsklima und Kapazitätsauslastung. Auf die Verwendung der Einkaufsmanagerindizes für die Industrie und die Dienstleister wurde wegen des geringen zusätzlichen Erklärungsbeitrags verzichtet. Der Teilindikator Liquidität wurde umbenannt in Kreditdynamik und beinhaltet nun ausschließlich die Jahreswachstumsrate der Kredite an Unternehmen und Privathaushalte. In der Vergangenheit hatte er sowohl das Wachstum der Geldmenge M3 als auch die so genannte reale Geldlücke beinhaltet. Die Komponente Preise/Kosten bleibt unverändert, sie beinhaltet den HWWI-Energiepreisindex, die Lohnstückkosten und den handelsgewichteten Wechselkurs.

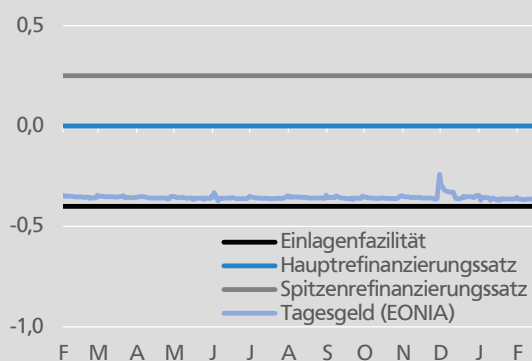
### Geldmarktzinsen nahezu unverändert

Die Zinsen für Termingeschäfte auf dem europäischen Geldmarkt blieben im zweiten Monat des neuen Jahres weitestgehend unverändert auf ihren Vormonatsultimos. So notierte der 3-Monats-Euribor zum Ende dieses Monats wie auch schon einen Monat zuvor bei -0,33 %. Der Zins für Jahresgelder blieb ebenfalls bei -0,19 %. Einzig der Tagesgeldsatz EONIA lag im Monatsdurchschnitt etwas niedriger. Mit -0,37 % notierte der Tagesgeldsatz 1 Basispunkt unter seinem Vormonatsultimo.

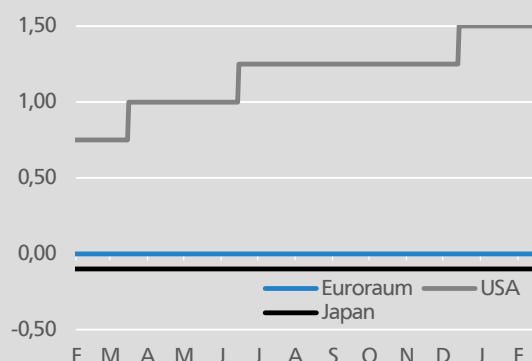
### Fed dürfte Zinsen weiter erhöhen

Die US-Notenbank Fed hat im Februar ihre Bereitschaft signalisiert, unvermindert an ihrem geldpolitischen Normalisierungskurs festhalten zu wollen. Zum einen zeigten sich die US-Notenbanker bemüht, den Kurseinbruch an den US-Börsen von der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung in den Vereinigten Staaten isoliert zu betrachten. Zum anderen deutete auch das aktuelle geldpolitische Protokoll zur jüngsten Zinssitzung der US-Notenbank in diese Richtung. Laut dem Inhalt des Protokolls hatten mehrere US-Notenbanker von einer kräftigen US-Konjunktur gesprochen, welche eine sichtbare Zinsstraffung erforderlich mache. Es ist davon auszugehen, dass die US-Notenbanker in 2018 drei bis vier Mal den Leitzins um jeweils einen Viertelprozentpunkt anheben werden.

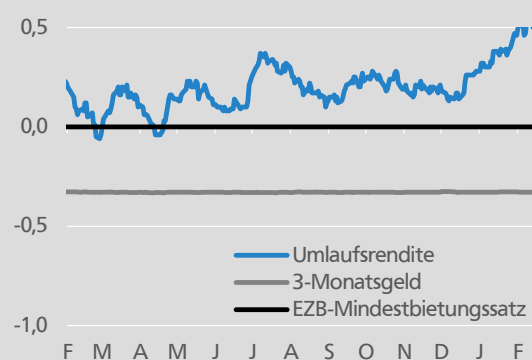
Wichtige Zinsen im Euroraum  
in Prozent



Notenbankzinsen international  
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen  
in Prozent



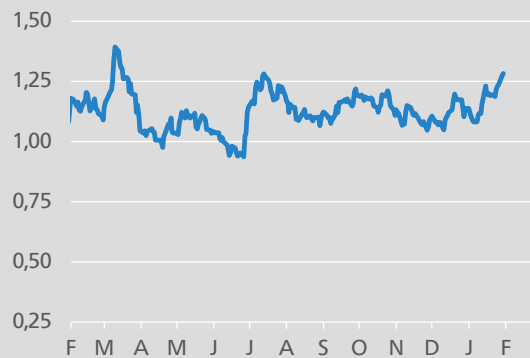
Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Bundesanleihen zum Ende des Monats gefragt

Für Bundesanleihen war der Monat Februar zweigeteilt. Nachdem die Renditen in der ersten Monatshälfte gestiegen waren, gaben diese in der zweiten Monatshälfte spürbar nach. Im Monatsvergleich pendelten sich die Renditen mehr oder weniger auf ihre Vormonatsendwerte ein. So notierte die Rendite von Bundesanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit Ende Februar mit 0,68 % 1 Basispunkt unter ihrem Vormonatsultimo. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundesanleihen lag im Monatsvergleich mit 0,46 % auf ihrem Vormonatsendwert. Getrieben wurden die Renditen in der ersten Monatshälfte zum einen durch das robuste Wirtschaftswachstum dies- wie jenseits des Atlantiks. Die Mehrzahl der Anleger geht davon aus, dass sich das Wachstum in diesem und im nächsten Jahr fortsetzen wird. Zum anderen ließen gestiegene Zinserwartungen die Renditen in den USA und Europa steigen. Mehr und mehr Anleger antizipierten den geldpolitischen Wandel bei den großen Zentralbanken. Haupttreiber waren die Zinserwartungen in den USA. Die Fed dürfte die Normalisierung ihres Leitzinsniveaus in diesem Jahr unvermindert vorantreiben. Für Europa setzte sich in der ersten Monatshälfte die Erwartung durch, dass sich auch die Europäische Zentralbank (EZB) dieses Jahr in Richtung einer weniger lockeren Geldpolitik bewegen wird. An dieser Erwartungshaltung konnten auch die zunächst schwachen Inflationsdaten aus dem Euroraum nicht viel ändern. In der zweiten Monatshälfte sorgten schwache Konjunkturdaten aus Deutschland und Unsicherheiten über den Wahlausgang in Italien für eine erhöhte Nachfrage nach Bundesanleihen. Viele Investoren zeigten sich im Vorfeld der italienischen Parlamentswahl am 4. März verunsichert. Der Wahlausgang in der drittgrößten Volkswirtschaft der Eurozone gilt als offen und die Bildung einer stabilen Regierung dürfte sich ausgesprochen schwierig gestalten. Vor allem die Konflikte im Mitte-Rechts Bündnis, dem aktuell die höchsten Siegchancen eingeräumt werden, um Silvio Berlusconi, Präsident der Forza Italia, und Matteo Salvini, Chef der Lega Nord, verunsicherten. In den USA waren die gestiegenen Zinserwartungen das große Thema. Auf Monatsfrist stiegen die Renditen von 10-jährigen US-Treasuries um 19 Basispunkte auf 2,91 %.

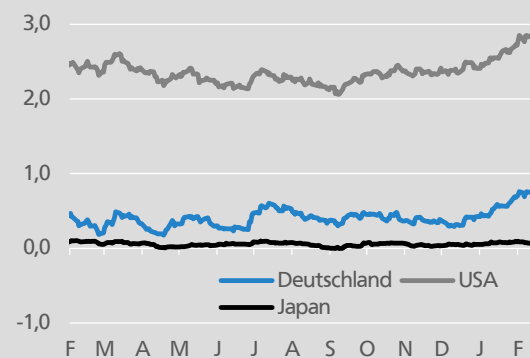
### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



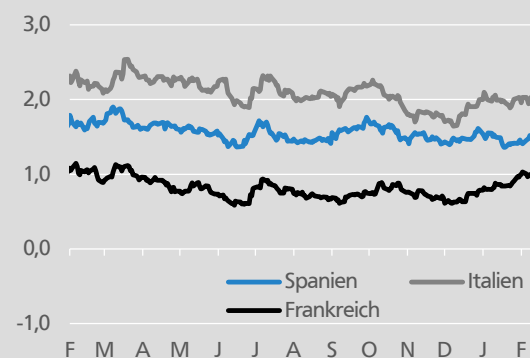
### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Thomson Reuters Datastream



## Euro gibt leicht nach

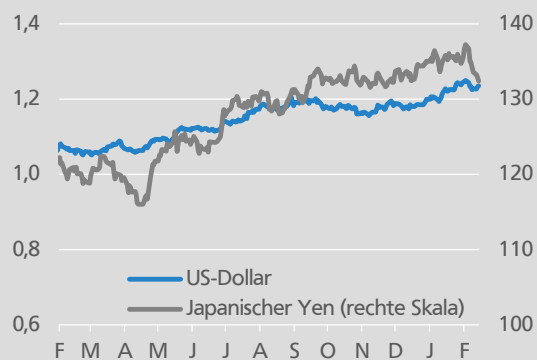
Der Euro konnte im Februar seine Aufwertung gegenüber dem US-Dollar nicht forsetzen. Nach dem deutlichen Anstieg des Euro-Dollar Kurses im Vormonat verlor der Euro gegenüber dem Greenback im Monatsverlauf leicht an Höhe. Zum Ende des Monats notierte der Euro-Dollar Kurs bei 1,23 US-Dollar. Er lag damit mehr als 1 US-Cent niedriger als einen Monat zuvor.

Hauptursache des etwas schwächeren Euro war die Stärke des US-Dollar. Dieser profitierte im Februar vor allem von den höheren Zinserwartungen in den USA. Viele Händler gehen davon aus, dass die Federal Reserve den US-Leitzins in diesem Jahr sukzessive anheben werde. Daran dürfte auch die aktuell schwache Performance an den Aktienmärkten nichts ändern.

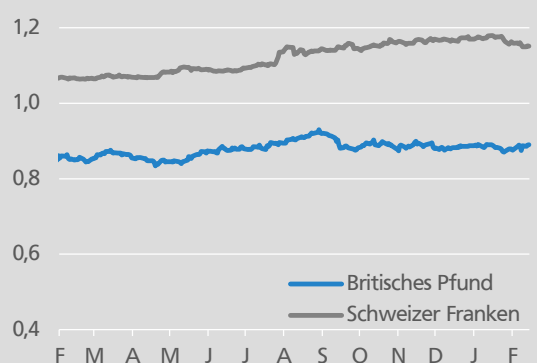
Das Ende des US-Haushaltsstreits stärkte zunächst den Greenback. Nach einem dramatischen Hin und Her einigten sich Demokraten und Republikaner auf einen neuen Haushaltsplan. Im weiteren Monatsverlauf verstärkten sich aber die Sorgen über die hohe US-Veranschuldung. So hatte sich der US-Kongress unter Federführung der Republikaner neben der Steuerreform auch auf deutlich höhere Staatsausgaben geeinigt. Das dürfte das ohnehin schon hohe US-Haushaltsdefizit in den kommenden Jahren weiter nach oben treiben.

Gestärkt wurde der Euro im Februar durch die gute konjunkturelle Verfassung des Euroraumes. Nach wie vor präsentiert sich die Euro-Wirtschaft von ihrer robusten Seite. Viele Analysten erwarten, dass die EZB deswegen bei ihrer Geldpolitik noch in diesem Jahr etwas weniger aggressiv auftreten werde.

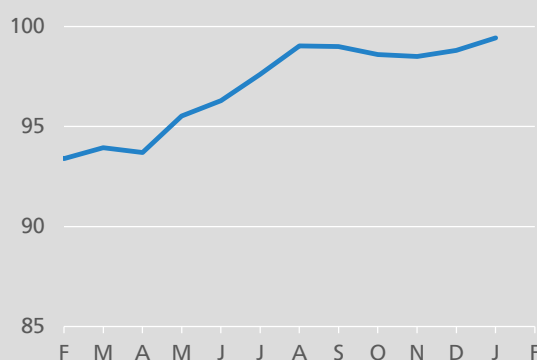
**Euro-Wechselkurs (I)**  
Ausländerwährung pro Euro



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



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Börsen im Minus

Die Aktienmärkte haben im Februar noch einmal deutlich an Höhe verloren. Dies- wie jenseits des Atlantiks gaben die Kurse zum Teil heftig nach. Besonders in der ersten Monathälfte zeigten sich Anleger und Investoren ausgesprochen zurückhaltend.

Grund für die schwache Aktienperformance waren Befürchtungen, dass in den USA die Zinsen schneller steigen als bislang erwartet. Viele Anleger fürchteten, dass das höhere Zinsniveau auf Dauer das Wirtschaftswachstum belastete. Aktuell befinden sich die Konjunkturen dies- wie jenseits des Atlantiks aber in einem ausgesprochen guten Zustand, was die Spekulationen über stärker steigende Zinsen stützte. So ist das Wirtschaftswachstum in den USA und Deutschland ausgeprägt, die Arbeitslosenzahlen sind ausgesprochen niedrig, und in den USA legten die Löhne zuletzt so stark zu wie seit Jahren nicht mehr.

Den DAX belastete zu Monatsbeginn noch der stärkere Euro. Viele Anleger fürchteten, dass ein zu starker Euro die Exporte der deutschen Wirtschaft belasten werde. Im weiteren Monatsverlauf stabilisierte sich die Lage allerdings an den Aktienmärkten. Der DAX beendete den Februar bei einem Punktestand von 12.491 Punkten. Das waren 5,3 % weniger als Ende Januar. Der Dow Jones verlor auf Monatssicht 2,9 % seines Vormonatsendwertes und beendete den Monat bei 25.410 Zählern.

### Deutscher Aktienmarkt

Dax, 40-/200-Tagesschnitt



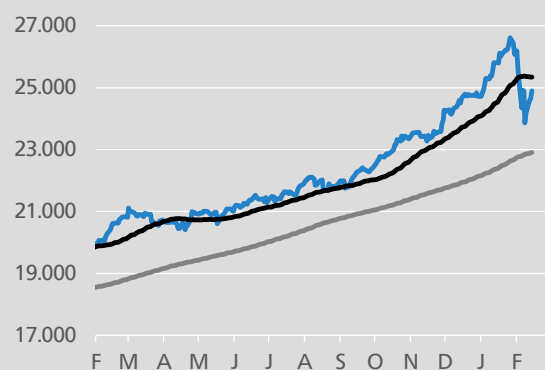
### Aktienmarkt im Euroraum

Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



### Aktienmarkt USA

Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjunktur

### Solides Wachstum hält im Euroraum an

Eurostat hat inzwischen das zentrale Ergebnis seiner vorläufigen Schnellmeldung zur wirtschaftlichen Entwicklung des Euroraums bestätigt. Die BIP-Verlaufsrate ist demnach geringfügig von 0,7 % im Sommerquartal auf noch immer deutliche 0,6 % im Herbstquartal gesunken. Unter den Schwergewichten des Euroraums wies Spanien (+0,7 %) abermals den höchsten BIP-Anstieg auf. In Frankreich und Deutschland expandierte die Wirtschaftsleistung im Gleichschritt mit der Gesamtentwicklung. Der BIP-Zuwachs Italiens (+0,3 %) fiel hingegen unterdurchschnittlich aus.

### Industrieproduktion erneut gestiegen

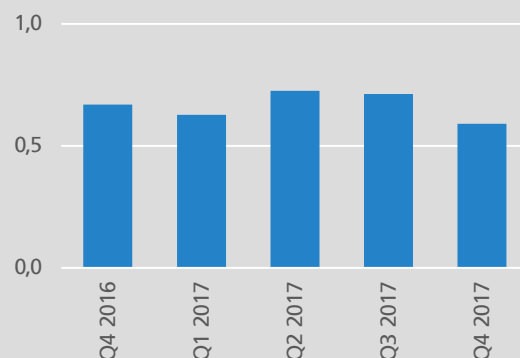
Im Dezember hat die europäische Industrie ihren Ausstoß ein weiteres Mal ausgeweitet. Gemäß vorläufigen amtlichen Daten ist die Industrieproduktion im Vormonatsvergleich um 0,4 % expandiert, nachdem sie bereits im Oktober (+0,4 %) und November (+1,3 %) zugelegt hatte. In naher Zukunft dürfte die sichtliche Aufwärtsbewegung in den Produktionsdaten andauern. Darauf lässt zumindest der Order-Indikator der EU-Kommission schließen, der jüngst von 7,8 Punkten im Dezember auf 9,0 Punkte im Januar gestiegen ist.

### Niedrigere Inflationsrate

Die Inflationsrate des Euroraums, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), gab zuletzt leicht von 1,4 % im Dezember auf 1,3 % im Januar nach. Für den Rückgang der Gesamtrate waren in erster Linie die Energiepreise verantwortlich, die sich im Januar weniger stark verteuerten als zuvor (+2,2 % gegenüber +2,9 % im Dezember). Darüber hinaus hat sich auch der Preisauftrieb bei den Nahrungsmittelpreisen vermindert (+1,9 % gegenüber +2,1 %).

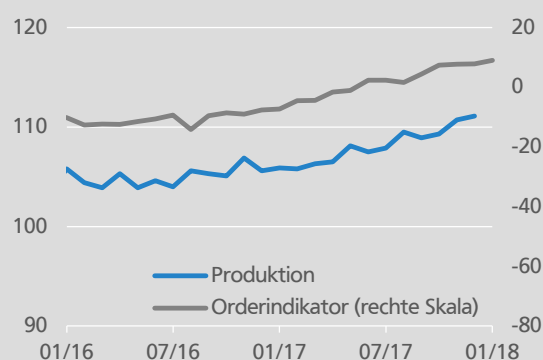
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



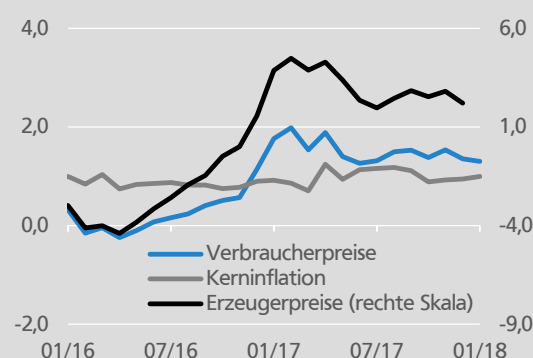
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR

## Wachstumsdynamik bleibt auch in Deutschland hoch

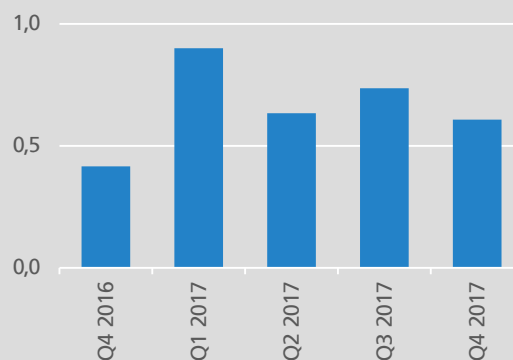
Die anhaltende Hochkonjunktur hat in Deutschland zum Jahresende 2017 abermals zu einem kräftigen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts (BIP) geführt. Wie das Statistische Bundesamt anhand vorläufiger Angaben mitteilte, ist das preis-, kalender- und saisonbereinigte BIP gegenüber dem Vorquartal um 0,6 % gestiegen. Die Wachstumsrate blieb damit zwar leicht hinter der Rate vom dritten Quartal (+0,7 %) zurück; sie liegt aber noch immer deutlich über ihrem langfristigen Mittelwert von 0,3 %. Der BIP-Zuwachs fiel zudem etwas geringer aus, als in der Dezember-Konjunkturprognose des BVR erwartet worden war (+0,8 %).

Gemäß den amtlichen Angaben kamen die Wachstumsimpulse in erster Linie vom Außenhandel. Die Exporte (+2,7 %) legten vor dem Hintergrund der anziehenden Weltkonjunktur erheblich zu. Das Exportwachstum fiel zudem stärker aus als der Anstieg der Importe (+2,0 %). Die Binnennachfrage, die auf Jahresfrist erneut den stärksten Beitrag zum gesamtwirtschaftlichen Wachstums geleistet hat, entwickelte sich hingegen weniger schwungvoll. Die privaten Konsumausgaben stagnierten, während der Staatskonsum (+0,5 %) erhöht wurde. In Ausrüstungen (+0,7 %) wurde etwas mehr investiert. Die Bauinvestitionen (-0,4 %) waren leicht rückläufig.

Jüngste Schätzungen des BVR signalisieren, dass sich das merkliche BIP-Wachstums Deutschlands im laufenden Jahr fortsetzen wird. Vor dem Hintergrund des nach wie vor ausgesprochen günstigen Geschäftsklimas und des weiter gestiegenen Industrie-Auftrags-eingangs lassen sie für das erste Quartal eine Wachstumsbeschleunigung erwarten.

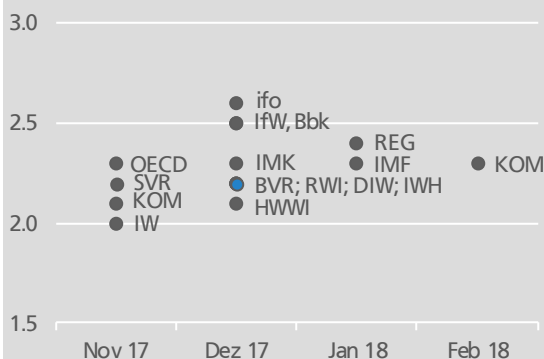
### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

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



### Konjunktur 2018 - 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

### Keine weitere Stimmungsverbesserung

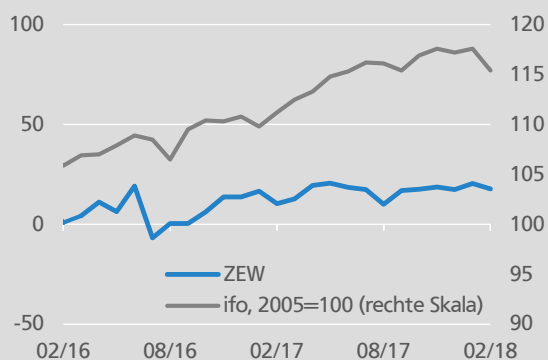
Die Stimmung in den Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft Deutschlands hat sich im Februar nicht weiter verbessert. Der ifo Geschäftsklimaindex ist um merkbare 2,2 Punkte auf einen Stand von 115,4 Punkten gesunken. Zuvor, im Januar, hatte er sich jedoch auf einem historischen Höchstwert von 117,6 Punkten befunden, sodass das Geschäftsklima noch immer als überdurchschnittlich gut anzusehen ist. Für den Rückgang des konjunkturellen Frühindikators waren sowohl die aktuelle Lage als auch die Perspektiven verantwortlich, die von den befragten Unternehmen insgesamt weniger positiv bewertet wurden. Nicht nur in den Unternehmen auch unter Finanzmarktexperten hat sich der konjunkturelle Optimismus vermindert. Die ZEW-Konjunkturerwartungen sind im Februar um 2,6 Punkte auf 17,8 Punkte gefallen, nachdem sie im Januar noch um 3,0 Punkte gestiegen waren.

### Kräftiges Auftragsplus in der Industrie

Zum Jahresende deuten die amtlichen Monatsdaten zur Entwicklung der deutschen Industrie auf ein Fortschreiten des Konjunkturaufschwungs hin. Zwar sank die Industrieproduktion nach vorläufigen Berechnungen des Statistischen Bundesamtes im Dezember gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,7 %. In dem vom kurzfristigen Schwankungen weniger stark betroffenen Dreimonatsvergleich ist jedoch eine Ausweitung um 0,9 % zu verzeichnen. Im Baugewerbe wurde die Produktion allerdings sowohl im Dezember (-1,7 %) als auch im gesamten vierten Quartal (-1,0 %) erneut vermindert. Dass die Konjunktur hierzulande weiterhin aufwärtsgerichtet ist, zeigt sich auch in den Daten zum industriellen Auftragseingang. So sind die Aufträge im Dezember sichtlich mit einer Verlaufsrate von 3,8 % gestiegen. Auch im Dreimonatsvergleich sind die Aufträge insgesamt spürbar aufwärtsgerichtet. Im Jahresendquartal ergab sich gegenüber dem Vorquartal ein Plus von 4,2 %. Besonders schwungvoll stiegen die Auslandsbestellungen (+5,9 %), während die inländische Orders nur vergleichsweise moderat zulegten (+1,7 %).

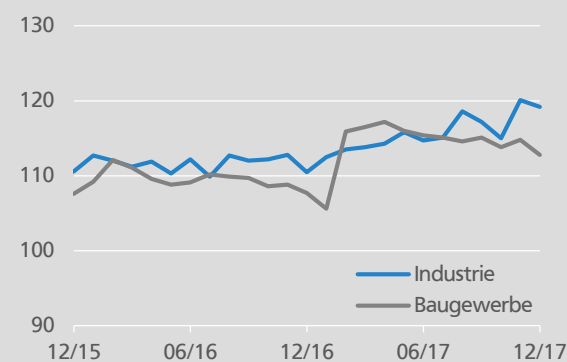
#### Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland

Saldenwerte, saisonbereinigt



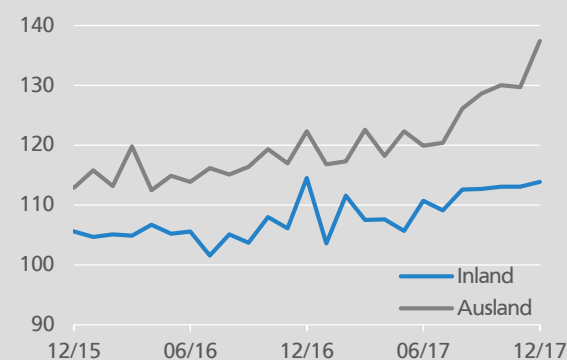
#### Produktion Deutschland

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Aufträge Deutschland

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Inflationsrate bei 1,4 %

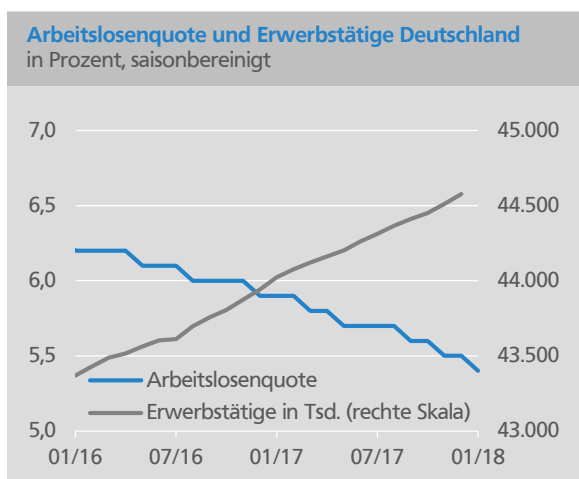
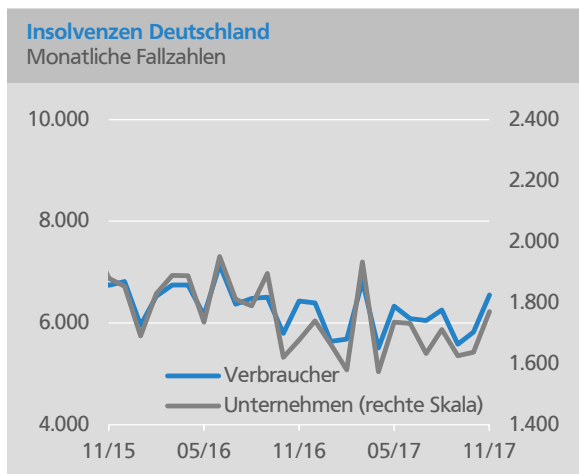
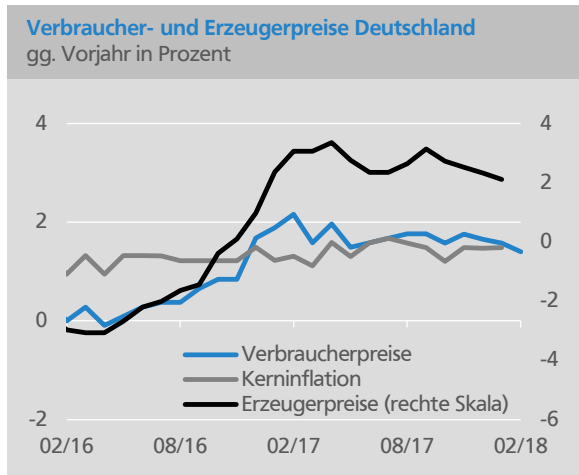
Im Februar hat die allgemeine Teuerung in Deutschland etwas nachgelassen. Wie das Statistische Bundesamt mitteilte legte der Verbraucherpreisindex (VPI) gegenüber dem Vorjahresmonat um 1,4 % zu. Im Januar waren die Verbraucherpreise noch um 1,6 % gestiegen. Ausschlaggebend für den Rückgang der Inflationsrate war vor allem der Anstieg der Nahrungsmittelpreise (+1,1 %), der schwächer ausfiel als im Vormonat (+3,1 %). Der Erzeugerpreisindex lag jüngst, im Januar, um 2,1 % über seinem Vorjahreswert.

### Etwas mehr Insolvenzfälle

Der langjährige Abwärtstrend in den amtlichen Monatsdaten zum Insolvenzgeschehen hat sich zuletzt nicht weiter fortgesetzt. Im November wurden von den deutschen Amtsgerichten 1.771 Unternehmens- und 6.553 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Die Anzahl der Firmenpleiten ist somit gegenüber dem Vorjahresmonat um 5,6 % gestiegen. Die Zahl der Verbraucherpreise legte um 1,9 % zu. In naher Zukunft ist angesichts des günstigen konjunkturellen und strukturellen Umfelds aber wieder mit einem Rückgang der Insolvenzen zu rechnen.

### Arbeitsmarkt startet dynamisch in 2018

Am deutschen Arbeitsmarkt verlief der Auftakt in das neue Jahr 2018 recht schwungvoll. Zwar ist die Anzahl der Arbeitslosen nach Angaben der Bundesagentur für Arbeit (BA) im Januar gegenüber dem Vormonat um 185.000 auf 2,57 Mio. Menschen gestiegen. Der Anstieg fiel jedoch schwächer aus als für die kalte Jahreszeit üblich. In saisonbereinigter Rechnung ging die Arbeitslosenzahl um 25.000 zurück. Die hohe Arbeitsmarktdynamik zeigt sich auch in den jüngsten Monatsdaten zur Erwerbstätigkeit. Nach aktuellen Schätzungen des Statistischen Bundesamtes ist die Erwerbstätigenzahl im Dezember gegenüber dem Vorjahresmonat um 641.000 auf 44,62 Mio. Personen gestiegen. ■



Quelle: Thomson Reuters Datastream