

# 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)

## 20 Jahre Währungsunion – Unverändert hoher Reformbedarf bei den schwächeren Mitgliedstaaten

Ohne weitere Reformen in den ökonomisch schwächeren Mitgliedstaaten können die Vorteile des Euros auch in der Zukunft nicht vollständig zum Tragen kommen. Auch muss der Schuldenabbau umgehend in Angriff genommen werden, um die finanzpolitische Handlungsfähigkeit dieser Länder bei konjunkturellem Gegenwind deutlich zu steigern. Die Verantwortung für die Stärkung des Wirtschaftswachstums liegt in den Händen der Mitgliedstaaten, die europäischen Institutionen können hier allenfalls technische Unterstützung leisten.

Besonders drängend ist der Handlungsbedarf in den Südländern des Euroraums. Hierzu zählen Griechenland, Spanien, Portugal und Zypern. Bei der Pro-Kopf-Wirtschaftsleistung liegen diese Länder deutlich unter dem Durchschnitt der EU und konnten in den 20 Jahren seit der Einführung des Euro, auch infolge der tiefen Euro-Schuldenkrise, nicht zu den Ländern Kerneuropas aufschließen.

Seit dem Beginn der Euro-Schuldenkrise haben die Südländer des Euroraums bei Reformen zur Erleichterung der unternehmerischen Tätigkeit bereits Fortschritte erzielt, der Abstand zu den wirtschaftsstarken Ländern ist aber noch lange nicht geschlossen. Besonders ausgeprägt ist der Rückstand bei Rankings, die die Qualität des politischen Systems erfassen, wie etwa der Güte der staatlichen Regulierung oder der Kontrolle der Korruption.



### Inhalt

### Seite

**20 Jahre Währungsunion – Unverändert hoher Reformbedarf bei den ökonomisch schwächeren Mitgliedstaaten** 2

Autor: Dr. Andreas Bley  
 E-Mail: [a.bley@bvr.de](mailto:a.bley@bvr.de)

**Finanzmärkte** 8

Autor: Dr. Kai Wohlfarth  
 E-Mail: [k.wohlfarth@bvr.de](mailto:k.wohlfarth@bvr.de)

**Konjunktur** 13

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

## 20 Jahre Währungsunion – Unverändert hoher Reformbedarf bei den schwächeren Mitgliedstaaten

Seit nunmehr 20 Jahren ist der Euro die gemeinsame Währung von anfangs 11 und nunmehr 19 Ländern der Europäischen Union (EU). Im Rückblick waren dies zehn überwiegend gute und zehn zum Teil sehr schwierige Jahre. Zu den wichtigen Ereignissen dieser Zeit zählen der Höhepunkt der Internet-Hype während der Einführung des Euro, das Platzen der Aktienblase in den Jahren 2000 und 2001, der 11. September 2001 und der darauf im Jahr 2003 folgende Irakkrieg mit einem Tiefpunkt des Dax bei 2.649 Punkten. Gleichzeitig war Deutschland 2001 in eine Rezession geraten, gefolgt von mehreren Jahren sehr schwachen Wachstums.

Gerade die wirtschaftlich schwächeren Länder im Süden Europas profitierten von der Zinskonvergenz in Richtung der niedrigen deutschen Benchmarkzinsen und durchlebten eine Sonderkonjunktur, die von strukturellen Problemen ablenkte und ein bitteres Ende fand. 2007 begann die Finanzkrise mit der Schieflage der IKB Deutsche Industriebank, der Lehman-Pleite im Jahr 2008 und im Herbst 2009 folgte die Euro-Staatschuldenkrise. Während der Schuldenkrise musste das Euro-Regelwerk erheblich überarbeitet werden. Euro-Rettungsschirm, Europäische Finanzaufsicht und die Einführung der Bankenunion waren große Reformprojekte. Griechenland, Irland, Spanien, Portugal und Zypern mussten europäische Hilfsmittel in Anspruch nehmen und heftige wirtschaftliche Krisen bewältigen.

Bis heute sind die Folgen der Krisenjahre noch nicht vollständig überwunden. Der Euroraum befindet sich zwar im Aufschwung und die Beschäftigung ist inzwischen höher als vor der Krise. Doch bleibt die Krisenanfälligkeit weiterhin erhöht, insbesondere aufgrund inflexibler Arbeitsmärkte und hoher Schuldenstände. Hinzu kommen die hohen Bestände an notleidenden Forderungen in den Bankbilanzen mehrerer Mitgliedstaaten, die im Fall wirtschaftlicher Verwerfungen ein zusätzliches Gefahrenpotential mit sich bringen, das über die Ländergrenzen hinweg ausstrahlen dürfte.

### Euro-Staaten wirtschaftlich noch weit auseinander

Eine große Hoffnung der Euro-Einführung hat sich in diesen Jahren bislang kaum erfüllt. Viele Euro-Befürworter hatten erwartet, dass die Euro-Staaten mit der Zeit wirtschaftlich zusammenwachsen und in ihren Wohlstandsniveaus und damit verbunden auch den Wirtschaftsstrukturen einheitlicher werden. Dieser auch als reale Konvergenz bezeichnete Prozess ist für eine Währungsunion wichtig, denn nur bei einer ausreichenden Konvergenz übertreffen die Vorteile der gemeinsamen Währung für den Austausch von Waren, Dienstleistungen und Kapital auf dem europäischen Binnenmarkt die Nachteile des Wegfallens der Anpassungsfähigkeit der Wechselkurse.

Der wichtigste Indikator für den Vergleich der Performance von Volkswirtschaften ist das Bruttoinlandsprodukt. Es misst die Produktion von Gütern und Dienstleistungen und ist ein Maß des materiellen Wohlstands. Es entspricht gleichzeitig den in der Volkswirtschaft erzielten Einkommen.

Die Fortschritte bei der Konvergenz der europäischen Volkswirtschaften werden daher im Folgenden anhand der Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) beurteilt, jeweils gemessen pro Kopf der Bevölkerung und im Verhältnis zum Durchschnitt der EU 28. Hierbei werden bereits in 1998 auch die Länder einbezogen, die erst später der EU beigetreten sind. Auch wurden alle 28 EU-Staaten in die Analyse einbezogen, nicht nur die 19 Staaten des Euroraums. Alle EU-Mitgliedstaaten außer Dänemark und Großbritannien haben sich zur Einführung des Euro verpflichtet. Bereits jetzt haben die Länder des Euroraums einen Anteil von knapp drei Vierteln des Bruttoinlandsprodukts der EU, mit dem Brexit wird dieser Anteil auf rund 85 % steigen.

Vor der Einführung des Euro hatten die Staaten eine große Spannweite bei der Wirtschaftsleistung. Dänemark lag bei 169 % des durchschnittlichen EU-BIPs pro Kopf der Bevölkerung am oberen und Bulgarien – sechs Jahre vor dem EU-Beitritt mit 9 % am unteren Ende, wenn Luxemburg als Sonderfall – aufgrund des

besonderen auf Finanzdienstleistungen ausgerichteten „Geschäftsmodells“ - mit 240 % des EU-BIPs nicht einbezogen wird.

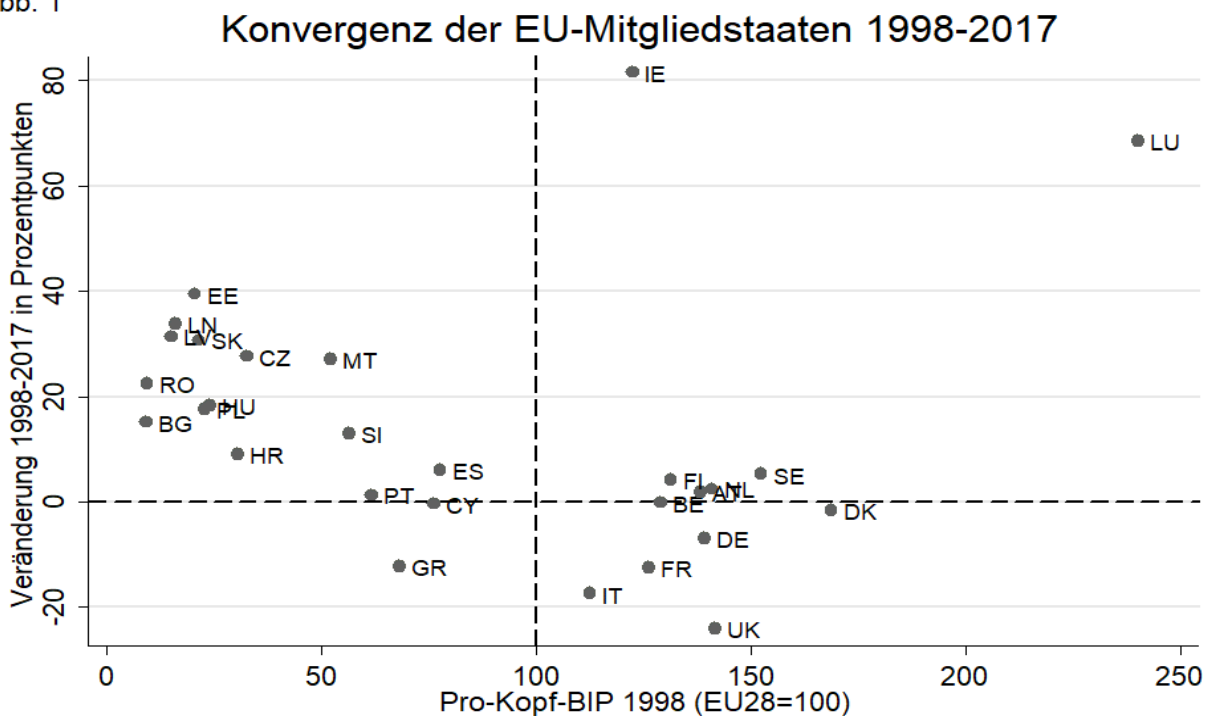
### Konvergenz „von unten“ und „von oben“

Abb. 1 gibt einen Eindruck der Konvergenz zwischen 1998, dem Jahr vor der Einführung des Euro, und 2017. Der Bereich links oberhalb der gestrichelten Linien beinhaltet Länder mit einer Konvergenz „von unten“. Sie hatten eine unterdurchschnittliche Wirtschaftsleistung in 1998 und sind seitdem überdurchschnittlich gewachsen. Hierzu zählen die neuen Mitgliedstaaten aus Mittel- und Osteuropa, die 2004 der EU beigetreten sind. Weniger erfolgreich waren hingegen die südeuropäischen Staaten. Spanien erzielt trotz der schweren Belastungen in der Krise einen moderaten Konvergenzerfolg, während Portugal und Zypern nahezu stagnieren und Griechenland zurückgefallen ist.

Auf der anderen Seite gehört zur Konvergenz auch, dass die Länder mit überdurchschnittlicher Wirtschaftsleistung sich allmählich „von oben“ in Richtung des EU-

Durchschnitts bewegen. Im Idealfall geschieht das, indem die aufholenden Länder durch ein starkes Wirtschaftswachstum die durchschnittliche Wirtschaftsleistung in der EU insgesamt erhöhen und nicht durch eine Wachstumsschwäche der wohlhabenderen Länder. Eine solche Tendenz zur Mitte ist in den großen Mitgliedstaaten zu beobachten, wobei im Fall von Italien und Großbritannien die Geschwindigkeit des Abstiegs auch auf Wettbewerbsprobleme und wirtschaftspolitische Fehllagen zurückgeführt werden kann. Einige der Länder mit überdurchschnittlicher Wirtschaftsleistung – Belgien, die Niederlande, Österreich, Schweden Dänemark und Finnland haben in den vergangenen 20 Jahren ihre Position behauptet, während Luxemburg und Irland klare Ausreißer sind, die ihre extrem überdurchschnittliche Performance seit der Einführung des Euro sogar noch deutlich ausbauen konnten (in Irland ist der Zuwachs 1998-2017 aufgrund eines statistischen Sondereffekts deutlich nach oben verzerrt, nach Bereinigung wäre der Anstieg mit rund 40 Prozentpunkten aber immer noch beträchtlich).

Abb. 1



Die Konvergenz der EU-Mitgliedstaaten bleibt also eine große Herausforderung, auch wenn sich die enorme Spannweite der Wirtschaftsleistung durch das Aufholen der mittel- und osteuropäischen Staaten etwas verringert hat. Im Jahr 2017 reichte sie (ohne Berücksichtigung von Irland und Luxemburg) von 167 % des durchschnittlichen EU-BIPs pro Kopf der Bevölkerung für Dänemark am oberen Ende bis 24 % für Bulgarien.

### Anpassungsfähigkeit bei Schocks wichtig für nachhaltige Konvergenz

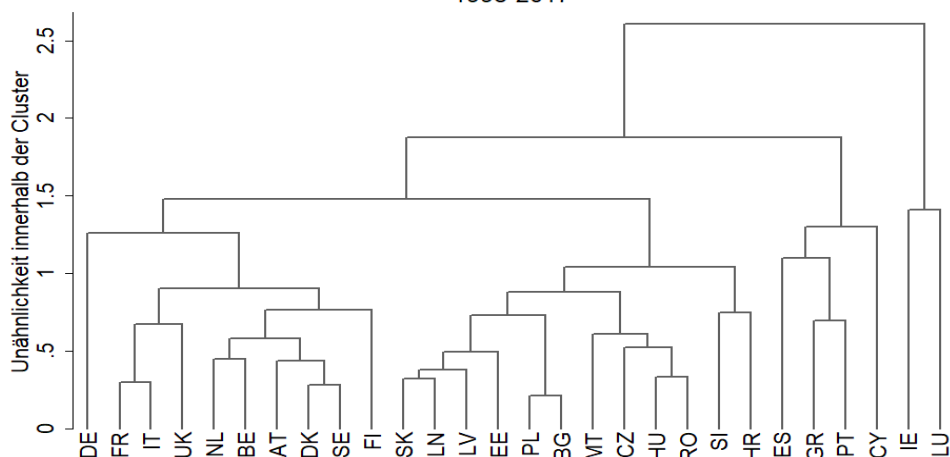
Für ein nachhaltig gutes volkswirtschaftliches Miteinander der Mitgliedstaaten des Euroraums ist neben der Konvergenz der Wirtschaftsleistung auch eine hohe Anpassungsfähigkeit bei wirtschaftlichen Störungen notwendig. Daher werden im Folgenden neben dem Bruttoinlandsprodukt weitere Kennzahlen berücksichtigt und die Mitgliedstaaten in Gruppen zusammengefasst. Die bisherige Analyse hat bereits angedeutet, dass es sinnvoll sein kann, die zahlreichen Mitgliedstaaten der EU analytisch in Gruppen zusammenzufassen, wie etwa in Abb. 1 die mittel- und osteuropäischen Länder oder die Hoch-Einkommensländer Luxemburg und Irland, weil die Mitglieder der Gruppen sich in zentralen Wirtschaftsindikatoren von den übrigen Mitgliedstaaten merklich unterscheiden.

Als zusätzliche Kennzahlen werden im Folgenden neben der Wirtschaftsleistung noch die Höhe der

strukturellen Arbeitslosenquote und der volkswirtschaftliche Schuldenstand (Summe der Schuldenquoten der öffentlichen Hand sowie der Privathaushalte und Unternehmen) bei dem Ländervergleich betrachtet. Sowohl eine niedrige strukturelle Arbeitslosigkeit als auch niedrige Schuldenquoten weisen auf eine höhere Anpassungsfähigkeit in schwierigen Wirtschaftslagen hin. Für alle drei nun betrachteten Variablen wird sowohl deren Höhe im Jahr 1998, vor dem Start des Euro, als auch die Veränderung von 1998-2017 betrachtet.

Anhand dieser sechs Kennzahlen lassen sich die EU-Mitgliedstaaten in mehrere Gruppen einteilen. Hierfür wird das statistische Verfahren der Clusteranalyse verwendet. Gruppen werden so gebildet, dass diese anhand der Kennzahlen eine möglichst hohe Ähnlichkeit innerhalb der Gruppe aufweisen. Die Ergebnisse sind in Abb. 2 in Form eines Baumdiagramms dargestellt, wobei die Namen der Mitgliedstaaten anhand ihrer zweistelligen Ländercodes beschriftet sind: Belgien (BE), Griechenland (EL), Litauen (LT), Portugal (PT), Bulgarien (BG), Spanien (ES), Luxemburg (LU), Rumänien (RO), Tschechien (CZ), Frankreich (FR), Ungarn (HU), Slowenien (SI), Dänemark (DK), Kroatien (HR), Malta (MT), Slowakei (SK), Deutschland (DE), Italien (IT), Niederlande (NL), Finnland (FI), Estland (EE), Zypern (CY), Österreich (AT), Schweden (SE), Irland (IE), Lettland (LV), Polen (PL) und Vereinigtes Königreich (UK).

Abb. 2 Makroökonomische Clusteranalyse der EU-Mitgliedstaaten 1998-2017



### Mehrere Ländergruppen unterscheidbar

Die Extreme des Baumdiagramms sind das obere und das untere Ende, in dem zum einen alle Länder zusammen eine oder zum anderen jedes Land eine eigene Gruppe bildet. Im Folgenden wird eine mittlere Aufteilung in vier oder fünf Untergruppen gewählt, die sich auch anhand statistischer Kennzahlen gut rechtfertigen lässt. Diese kennzeichnen Kerneuropa, die neuen Mitgliedstaaten, die Südländer oder der „Club Med“ sowie - einzeln oder zusammengefasst - die Hocheinkommensländer Luxemburg und Irland.

Im linken Bereich befinden sich 10 Länder, Deutschland, Frankreich, Italien, Großbritannien, die Niederlande, Belgien, Österreich, Dänemark und Schweden, die zusammen als „Kerneuropa“ bezeichnet werden können und auf die auch ein Großteil der Wirtschaftsleistung entfällt. Allein Deutschland, Frankreich und Italien haben einen Anteil an der Wirtschaftsleistung der EU von 56 % (ohne UK) oder 47 % (mit UK). Besonders ausgeprägt ist die Ähnlichkeit zwischen Frankreich und Italien, zwischen den Niederlanden und Belgien sowie zwischen Dänemark und Schweden. Bei der Eingruppierung Italiens ist zu berücksichtigen, dass Italien zwar eine sehr hohe Staatsschuldenquote aufweist, die privaten Schulden aber vergleichsweise moderat ausfallen. Die Position Deutschlands ist im Baumdiagramm dadurch gekennzeichnet, dass Deutschland den übrigen neun Ländern weniger ähnlich ist, als die übrigen neun Länder untereinander.

Die 12 Beitrittsländer der EU-Erweiterung von 2004, 2007 und 2013 (ohne Zypern) werden als zweite Gruppe von Ländern identifiziert („Neue Mitgliedstaaten“). Eine dritte Gruppe bilden der Club Med mit den Mitgliedern Spanien, Griechenland, Portugal und Zypern, die alle während der Staatsschuldenkrise Hilfsprogramme des europäischen Rettungsschirms ESM (bzw. seiner Vorläufer) in Anspruch genommen haben. Und schließlich bilden Irland und Luxemburg jeweils einzeln als Sonderfälle Gruppen vier und fünf. Beide Länder können auch als eine vierte Gruppe zusammengefasst werden. Das „Zusammenwachsen“ beider Länder weit oben im Baumdiagramm ist ein Hinweis auf die großen Unterschiede bei den betrachteten Variablen.

### Kerneuropa – hohe Wirtschaftsleistung, moderate Arbeitslosigkeit und Schulden im Mittelfeld

Was charakterisiert die einzelnen Ländergruppen? Kerneuropa ist heute durch eine überdurchschnittliche Wirtschaftsleistung pro Kopf der Bevölkerung von 133 % des EU-BIPs gekennzeichnet. Der Abstand zum EU-Durchschnitt hat sich seit dem Start des Euro moderat verringert (siehe Tab. 1). Die strukturelle Arbeitslosigkeit ist mit 6,4 % moderat und hat sich seit 1998 ebenfalls etwas verringert. Beim staatlichen und privaten Schuldenstand liegt Kerneuropa im Mittelfeld (rund 240 %) und weist einen spürbaren Schuldenzuwachs auf (+54 %). Deutschland ist mit einem Rück-

**Tab. 1: Große Unterschiede zwischen den Ländergruppen**

	Kerneuropa	Neue Mitglied- staaten	Club Med	Irland	Luxemburg
Niveau in 2017 (%)					
Bruttoinlandsprodukt (BIP)*	133.1	49.6	69.6	204.2	308.8
Strukturelle Arbeitslosenquote	6.4	6.7	12.2	7.4	5.6
Schuldenstand**	238.9	130.1	307.2	312.0	345.9
Veränderung von 1998 bis 2017 (Prozentpunkte)					
Bruttoinlandsprodukt (BIP)*	-4.9	23.8	-1.3	81.6	68.6
Strukturelle Arbeitslosenquote	-1.2	-4.2	3.5	-0.5	3.1
Schuldenstand**	54.4	51.0	104.5	121.3	216.9
Governance-Index***	72.4	61.1	60.6	74.0	79.1
Ease of Doing Business-Index***	78.2	74.7	73.4	79.4	69.0

\*in % des EU-Durchschnitts

\*\*Private und staatliche Schulden in % des BIPs

\*\*\*Höhere Werte stehen für eine bessere Performance

gang der Schuldenquote (-12 %) nicht nur in Kerneuropa, sondern auch in der EU insgesamt die Ausnahme.

### **Neue Mitgliedstaaten holen bei Wirtschaftsleistung auf, Arbeitslosigkeit und Schulden moderat**

Die neuen Mitgliedstaaten liegen im Durchschnitt nur bei der Hälfte der Wirtschaftsleistung der EU, haben aber verglichen mit 1998 bereits deutlich aufgeholt. Ihre strukturelle Arbeitslosenquote ist der in Kerneuropa vergleichbar (6,7 %) und auch niedriger als beim Start des Euro (-4,2 Prozentpunkte). Die staatliche und private Schuldenquote ist im Vergleich der fünf Gruppen mit 130 % die niedrigste und ihr Anstieg mit rund 50 % etwas geringer als in Kerneuropa und damit unter den fünf Gruppen der niedrigste.

### **Club Med – Wirtschaftsleistung unterdurchschnittlich, hohe Arbeitslosigkeit und sehr hohe Schuldenquote**

Die vier Länder des Club Med liegen mit ihrer Wirtschaftsleistung bei 70 % des EU-Schnitts und sind, insbesondere im Zuge der schwierigen Jahre der Euro-Schuldenkrise, leicht gegenüber ihrer Position im Jahr 1998 zurückgefallen. Ihre strukturelle Arbeitslosigkeit ist mit 12,2 % fast doppelt so hoch wie in Kerneuropa und auch gegenüber dem Stand beim Start des Euro gestiegen (+3,5 Prozentpunkte). Die private und staatliche Schuldenquote ist spürbar höher als in Kerneuropa (gut 300 %), der Anstieg seit dem Start des Euro mit gut 100 % war fast doppelt so stark wie in Kerneuropa.

### **Irland und Luxemburg als Ausreißer mit extrem hohem Einkommen und Schulden**

Irland und Luxemburg sind die Ausreißer unter den 28 EU-Mitgliedstaaten. Aufgrund der besonderen „Geschäftsmodelle“ beider Volkswirtschaften übersteigt das Pro-Kopf-BIP den EU-Schnitt deutlich.

Gleichzeitig ist die strukturelle Arbeitslosigkeit moderat und einigermaßen stabil, in Irland liegt sie wieder so hoch wie vor der Krise. Hervorstechend ist neben der hohen Wirtschaftsleistung aber auch die Höhe der Schuldenquote in Höhe von jeweils über 300 % mit einem Anstieg seit dem Start des Euro, der mit den Club

Med-Ländern vergleichbar ist.

### **Schwächere Staaten müssen Wirtschaftskraft stärken, Flexibilität erhöhen und Schulden verringern**

Insgesamt ist die Konvergenz zwischen den EU-Mitgliedstaaten nicht nur anhand des BIPs nicht ausreichend vorangekommen. Bedenklich ist der Anstieg der Schuldenquote in allen Ländergruppen. Zu den schwerwiegenden Auswirkungen zählt die mangelnde fiskalische Beweglichkeit bei möglichen künftigen wirtschaftlichen Schocks. Hinzu kommt, dass gerade die Ländergruppen mit besonders hohen Schuldenquoten einen besonders großen Anstieg verzeichnet haben und somit noch verletzlicher bei gravierenden Wirtschaftsstörungen geworden sind.

Wie kann die Konvergenz in Europa gefördert werden? Ein gesundes wirtschaftliches Zusammenwachsen der Länder der EU erfordert, dass die schwächeren Länder ihre Wachstumskräfte stärken und sich so die die Streuung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit vermindert. Besonders im Fokus stehend dabei die Club Med-Länder. Mit in den Blick genommen werden muss aber auch zumindest Italien, das sich unter den „alten“ EU-Mitgliedstaaten in den letzten beiden Jahrzehnten mit Abstand am schlechtesten entwickelt hat.

Ohne weitere Reformen können die Vorteile der gemeinsamen Währung nicht voll zum Tragen kommen. Die notwendige Stärkung der Wachstumskräfte herbeizuführen, erfordert zusätzliche strukturelle Reformen in den schwächeren Mitgliedstaaten, um die vorhandenen wirtschaftlichen Ressourcen besser einzusetzen oder um neue Ressourcen zu erschließen. Während der Staatsschuldenkrise wurden gerade in den Ländern, die europäische Hilfsprogramme in Anspruch genommen haben, aber auch in Italien und Frankreich, wichtige Reformen angestoßen. Dass solche Reformen tatsächlich messbar die Wettbewerbsfähigkeit der Mitgliedstaaten verbessern, hat die Bundesbank in ihrem Monatsbericht vom Januar dieses Jahres in einer Studie bestätigt.

In der öffentlichen Debatte wird Forderungen nach Strukturreformen zur Förderung des Wachstums oft mit großer Abneigung begegnet. Oft handelt es sich um Maßnahmen, deren positive Ausstrahlungen auf

die Wirtschaft nicht unmittelbar präsent werden und denen die Interessen starker politischer Gruppierungen entgegenstehen. Auch in Deutschland ist trotz aller statistisch klar nachweisbarer Erfolge die Debatte über die Rücknahme wichtiger Reformen der Agenda 2010 bis heute nicht abgerissen.

Um die Bedeutung struktureller Faktoren zu veranschaulichen, wurden für die Ländergruppen zwei zusätzliche Variablen berechnet, die Informationen über die Qualität des politischen Systems und die unternehmerischen Bedingungen widerspiegeln und von der Weltbank veröffentlicht werden (siehe Tab. 1). Im ersten Fall wurde der arithmetische Durchschnitt von sechs Rankings zur politischen Governance gebildet, die unter anderem die politische Stabilität, die Qualität der Regulierung und die Kontrolle der Korruption beinhalten. Zum anderen wurde der „Ease of Doing Business“-Indikator verwendet, ein Maß für die Leichtigkeit, mit der unternehmerische Tätigkeit vor Ort angesichts der regulatorischen Rahmenbedingungen durchgeführt werden kann (z.B. wie viele Tage dauert es, ein Unternehmen zu gründen oder eine Baugenehmigung zu erhalten?). Sowohl bei der Governance als auch bei der unternehmerischen Tätigkeit schneiden die Club Med-Länder deutlich schwächer ab als Kerneuropa und sind eher mit den neuen Mitgliedstaaten vergleichbar. Zwar wurden während der Strukturreformen der vergangenen Jahre durchaus beachtliche Fortschritte bei der Reform der unternehmerischen Bedingungen erzielt, doch bleibt die Lücke zu Kerneuropa noch lange nicht geschlossen. Besonders ausgeprägt ist der Rückstand der Club Med-Ländern zu Kerneuropa zudem bei dem Governance-Indikator.

Es bleibt also für die Südländer noch viel zu tun, einerseits bei den Bedingungen für die unternehmerische Tätigkeit, vor allem aber mit Blick auf die Qualität des politischen Systems. Letztendlich liegt es in den Händen der Mitgliedstaaten, ihr politisches System und die Rahmenbedingungen für Unternehmen zu verbessern. Die europäische Politik kann hier nur Hilfestellungen, beispielsweise in Form einer technischen Unterstützung, anbieten und sollte nicht für die Unzulänglichkeiten auf nationaler Ebene verantwortlich gemacht werden. ■

## Finanzmärkte

### Kreditwachstum stagniert

Im Euroraum hat sich die Kreditvergabe an Unternehmen im Dezember nicht verändert. Wie im November lag der Anstieg im Vergleich zum Vorjahr bei 4,0 %. Seit Juni 2018 liegt der Wert – mit Ausnahme des Septembers – über bzw. auf der Marke von 4,0 %. Zuvor lag die Kreditvergabe an Unternehmen deutlich unter dieser Zuwachsrate, die bereits seit Mai 2009 unterschritten wurde. Die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Kredite an die privaten Haushalte verharrte im Dezember ebenfalls auf ihrem Vormonatswert von 3,3 %.

### Dynamischeres M3 Geldmengenwachstum

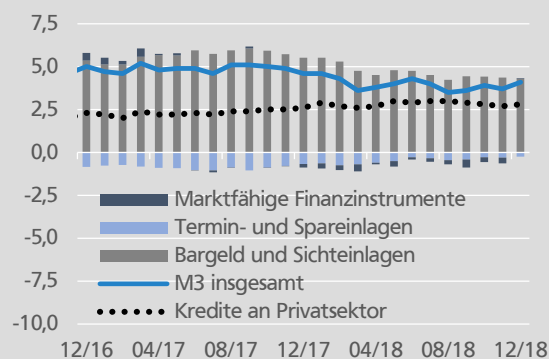
Auch das Geldmengenwachstum hat sich im Dezember beschleunigt. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 ist von 3,7 % im November auf 4,1 % im Dezember gestiegen. Die insbesondere kurzfristig auf die Produktion wirkende Geldmenge M1 verlangsamte das Wachstum von 6,7 % im November auf 6,6 % im Dezember und bildet die Entwicklung der schwächeren Konjunktur ab.

### Inflationsrisiko im Euroraum bleibt moderat

Der BVR Zins-Tacho signalisiert mit 56 von 100 möglichen Punkten ein weiterhin moderates mittelfristiges Inflationsrisiko für den Euroraum – mit sinkender Tendenz. Den größten Anteil am Inflationsdruck hatte im Januar nach wie vor die Konjunktur, wobei sich dieser Unterindikator im Monatsvergleich leicht auf 65 Punkte abschwächte. Der Einfluss des Unterindikators Preise und Kosten blieb im Januar unverändert bei 49 Zählern. Auch die Kreditdynamik hatte einen unveränderten Einfluss am Inflationsdruck: Der Unterindikator notierte für den Januar ebenfalls unverändert bei 42 Punkten.

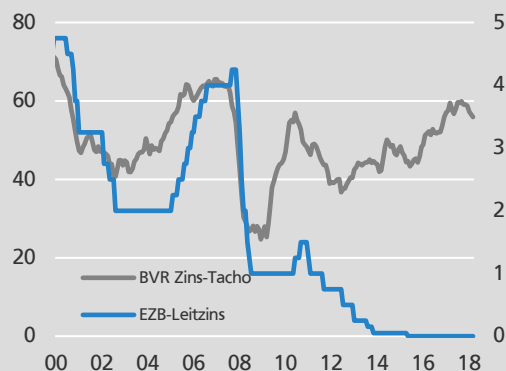
Beiträge zum M3-Wachstum

in Prozentpunkten, saisonbereinigt



BVR Zins-Tacho

in Punkten



Nov. 18    Dez. 18    Jan. 19

	Nov. 18	Dez. 18	Jan. 19
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>56</b>
Konjunktur (50 %)	66	66	65
Preise/Kosten (40 %)	50	49	49
Kreditdynamik (10 %)	41	42	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 BVR Volkswirtschaft Kompakt vom Februar 2018.

Quelle: Thomson Reuters Datastream



### EZB und Fed vorsichtiger

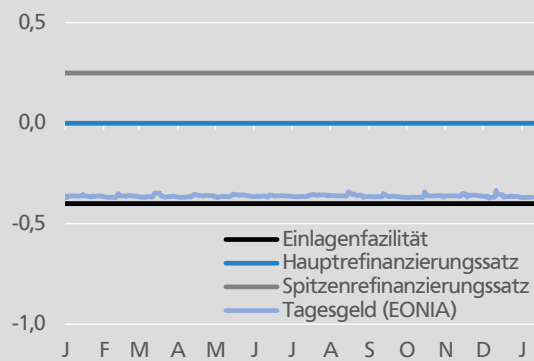
Die EZB hat nach ihrem Beschluss im Dezember die Anleihekäufe zum Jahreswechsel beendet. Aktuell werden jedoch weiterhin fällig werdende Anleihen ersetzt und somit die Bilanz der EZB nicht reduziert. Diese Reinvestitionen sollen für eine ausgedehnte Zeit auch nach dem Zeitpunkt der ersten Leitzinserhöhung fortgeführt werden. Auf der Sitzung des EZB-Rates am 24. Januar betonte Mario Draghi die konjunkturellen Abwärtsrisiken. Gleichzeitig verwies er auf den gestiegenen Inflationsdruck. Beide Aussagen können als Doppelstrategie interpretiert werden. Damit soll ein späterer Zinsschritt gerechtfertigt werden, zugleich die Erwartung an einen Zinsschritt nicht zu weit in die Zukunft verschoben werden. Der Markt preist diesen aktuell im ersten Quartal 2020 ein.

Die US-Notenbank beschloss auf ihrer Sitzung im Januar die Leitzinsen unverändert zu lassen und den aktiven Abbau der Bilanz mit 50 Milliarden Dollar pro Monat fortzusetzen. Sie wies abermals darauf hin, dass sie künftig „geduldig“ agieren wird und für einen weiteren Zinsschritt zunächst einen klaren Anstieg der Inflation sehen möchte. Zudem verzichteten die Währungshüter auf die Forward Guidance zur Leitzinsentwicklung. Mehr noch, bei einer weiteren Eintrübung des ökonomischen Umfeldes würde auch die Normalisierung der Bilanz auf den Prüfstand kommen. Die US-Zinspolitik ist somit kurz vor ihrem Zenit in dem aktuellen Zinszyklus.

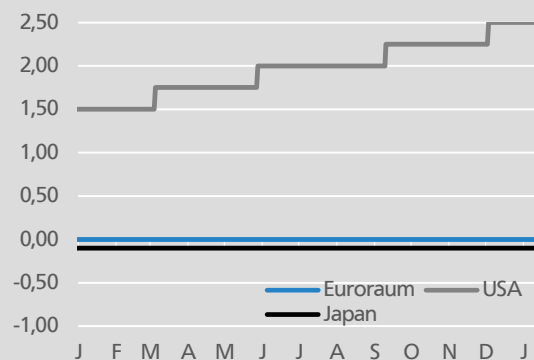
### Geldmarksätze bewegen sich kaum

Die Geldmarktzinsen im Euroraum hängen weiterhin von der Geldpolitik der Notenbank ab. Änderungen sind erst zu erwarten, wenn der Markt einen ersten Zinsschritt einpreist. Davon kann aktuell nicht ausgegangen werden. Entsprechend notierte der 3-Monats-Euribor kaum volatil. Die Rendite betrug im Monatschnitt -0,31 %. Auch der 12-Monats-Euribor weist eine sehr geringe Schwankungsbreite zwischen -0,114 % und -0,119 % in den letzten 4 Wochen auf. Der Tagesgeldsatz notierte im Monatschnitt bei -0,37 %.

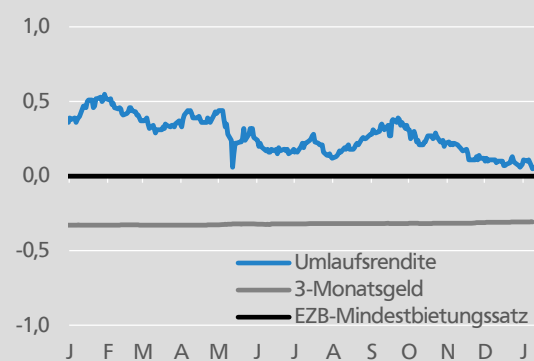
Wichtige Zinsen im Euroraum  
in Prozent



Notenbankzinsen international  
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen  
in Prozent



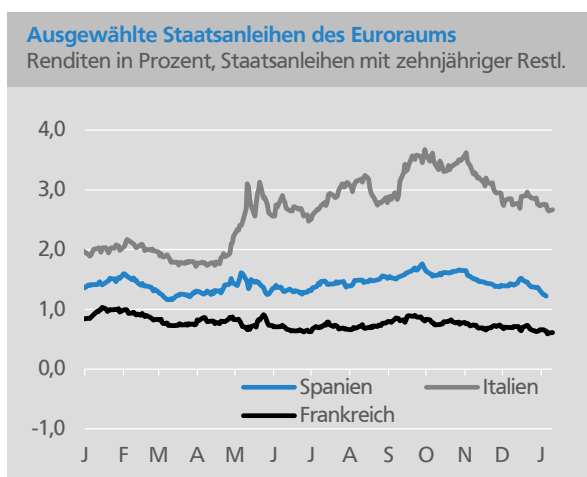
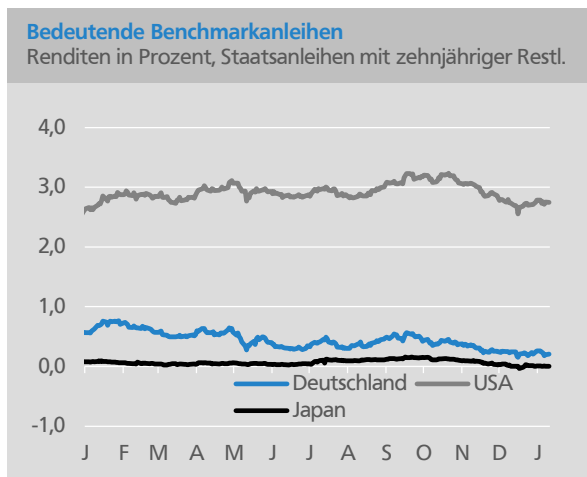
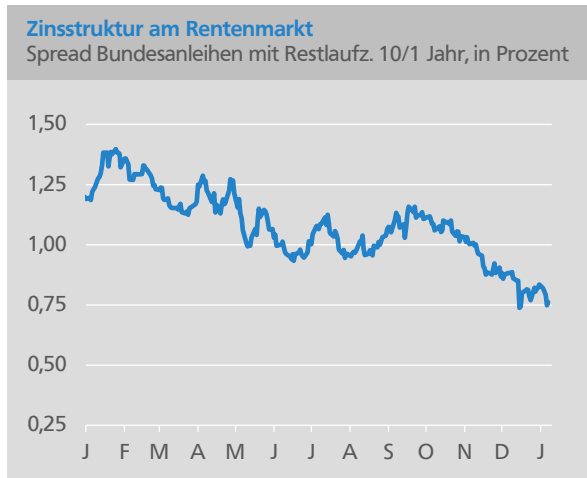
Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Unsicherheit drückt Renditen

Die Stimmung an den Finanzmärkten wurde in den zurückliegenden Wochen durch politische und konjunkturelle Unsicherheiten gedämpft. Das Risiko eines unregulierten Brexit ist seit den Parlamentsvoten deutlich größer geworden. Zumal im britischen Parlament für keines der realistischen Szenarien eine Mehrheit vorhanden – bis auf ein Abkommen ohne Backstop, was die EU ausschließt – zu sein scheint. An den Märkten wird zunehmend der no-deal Brexit befürchtet.

Auch der Konflikt zwischen den USA und China in wichtigen Handelsfragen blieb im Januar ungelöst. Trotz Entspannungssignalen basierend auf Gerüchten, dass durch das US-Finanzministerium Vorschläge zur Beilegung des Konfliktes forciert wurden, ist eine Lösung weiterhin nicht in Sicht. Mehr noch, nach der Niederlage von US-Präsident Donald Trump im US-Haushaltsstreit – er hat nach 35 Tagen zunächst für 3 Wochen einen Übergangshaushalt unterschrieben – könnte der Druck, seine Position gegenüber China durchzusetzen, steigen. Auf der anderen Seite belasten die von Trump initiierten Konflikte zusehends die US-Wirtschaft.

Das abnehmende Wachstum der Weltwirtschaft und die anhaltenden politischen Risiken sind auch die Antriebe einer gesteigerten Nachfrage sicherer Anlagen. Bundesanleihen werden weiterhin als sicherer Hafen angesehen, mit entsprechenden Auswirkungen auf die Renditen. Die Rendite von Bundesanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit sank im Dezember und über den Jahreswechsel deutlich auf 0,15 % am 3. Januar. Bis zum Ende des Januar stieg die Rendite volatil auf 0,19 %. Die Rendite italienischer Staatsanleihen mit gleicher Restlaufzeit veränderte sich im Januar kaum und rentierten zum Monatsende mit circa 2,60 %. Französische Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit setzen im Januar ihren seit über drei Monaten anhalten Abwärtstrend fort. Sie wiesen Ende Januar eine Rendite von 0,59 % vor. In den USA stiegen die Renditen 10-Jährige Treasuries wieder bis auf 2,72 % an nachdem sie zuvor aufgrund der Risiken aus den verschiedenen politischen Konflikten zum Jahreswechsel mit 2,54 % auf einem 12-Monatstief lagen. Am 30. Januar, nach der Fed Sitzung, betrug die Rendite 2,68 %.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

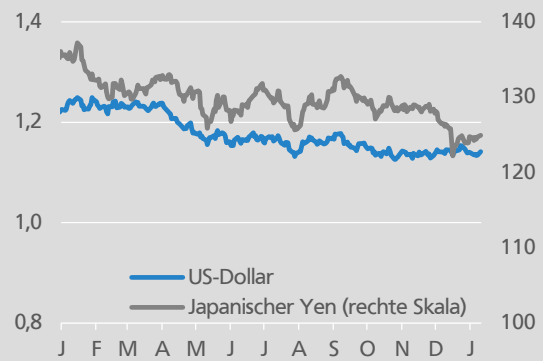
### Euro bei knapp 1,15 US-Dollar

Der Kurs des Währungspaares Euro/US-Dollar wurde in der ersten Januarhälfte durch eine Dollar-Schwäche dominiert. Insbesondere der Haushaltsstreit, verbunden mit dem Government Shutdown in den USA, belastete den Greenback. Zudem belasteten die anhaltenden Handelsstreitigkeiten. Gespräche, die in der ersten Januarhälfte zwischen China und den USA stattfanden, wurden ohne konkrete Ergebnisse beendet. Für einen Euro mussten in diesem Umfeld am 10. Januar 1,157 Dollar bezahlt werden. In den folgenden Tagen häuften sich die schlechten Konjunkturmeldungen für Europa und Deutschland. In der Folge kam der Euro unter Druck, was wiederum im Anschluss an die EZB-Ratssitzung seinen Höhepunkt bei einem Kurs von 1,129 Dollar pro Euro fand. Das Währungspaar notierte Ende Januars wieder bei 1,149 Dollar. Weitere Einflüsse auf den Kurs ergaben sich durch das temporäre Ende des Shutdowns, den daraus entstandenen volkswirtschaftlichen Kosten, den stark gefallenen Stimmungsindikatoren sowie die Fed. Vermehrt zeigt sich, dass die Politik von US-Präsident Trump negative Auswirkungen auf die US-Wirtschaft hat und der Aufschwung sich auf sein zyklisches Ende zubewegen könnte.

Das britische Pfund gewann etwas überraschend im Verlauf des Januars an Stärke. Mussten zu Beginn des Jahrs noch rund 0,90 GBP für einen Euro gezahlt werden, waren es zwischenzeitlich lediglich 0,86 GBP. Nach der Niederlage von Theresa May in der Abstimmung für den von ihr mit der EU ausgehandelten Brexit Vertrag gab es vermehrt Hoffnung, dass das Parlament eine klare Entscheidung herbeiführen würde und möglicherweise den Brexit zunächst aufschieben könnte. Ein entsprechender Antrag fand im Parlament vom 29. Januar allerdings keine Mehrheit. Vielmehr wurde der Beschluss gefasst, die Premierministerin nochmals nach Brüssel zu schicken und den Backstop aus dem Vertrag heraus zu handeln. Das Pfund verlor in der Folge die zwischenzeitlichen Gewinne und notierte am 30. Januar bei über 0,87 GBP pro Euro.

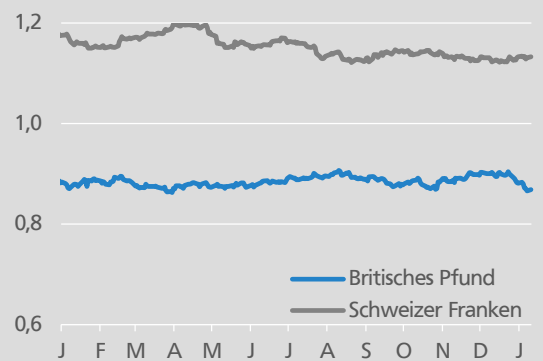
**Euro-Wechselkurs (I)**

Ausländerwährung pro Euro



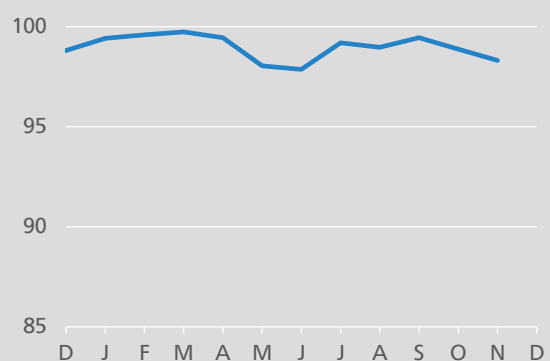
**Euro-Wechselkurs (II)**

Ausländerwährung pro Euro



**Effektiver Wechselkurs des Euro**

in Euro, Quartal 1, 1999=100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Dax und Dow seit Jahreswechsel im Aufwind

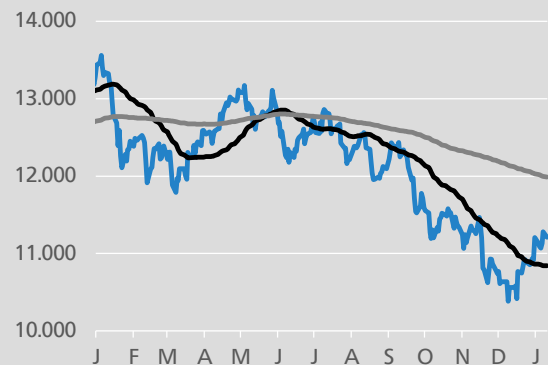
Nach dem unversöhnlichen Jahreswechsel notierten die Aktienmärkte im Januar wieder deutlich freundlicher. Die Marktteilnehmer nutzen für ihren Optimismus zumeist Gerüchte über das etwaige Ende des Handelskonfliktes, der Zustimmung der nordirischen DUP zum Brexitabkommen, wohingegen die jeweiligen Dementis meist nahezu untergingen. Auch die Aussagen der EZB zu den konjunkturellen Risiken interpretierten die DAX Anleger in erster Linie mit einer länger anhaltenden Phase des billigen Geldes – was die Kurse entsprechend länger stützen sollte. Ähnliches gilt für die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt. Die chinesische Notenbank lockert durch höhere Mindestreserven und Anpassungen an der Repofähigkeit von Anleihen die Geldpolitik.

Auch bei den Unternehmensdaten gab es ein gemischtes Bild. So diente die positive Prognose eines europäischen Chipherstellers als Anlass, Befürchtungen für einen Abschwung zu reduzieren, während der schwache Ausblick des US-Chipherstellers Intel den Markt kaum bewegte. Letztlich lässt sich festhalten, dass die Stimmung der Marktteilnehmer zum Jahreswechsel wohl etwas zu pessimistisch gewesen ist. Ergänzt um die Wahrnehmung, dass die Notenbanken scheinbar bereit sind, bei Bedarf die Geldpolitik langsamer zu straffen oder gar zu lockern, lässt eine optimistischere Haltung Oberhand gewinnen. Papiere die in den Vormonaten teils deutlich abgestraft wurden, fanden wieder Käufer.

Der Dax notierte am 30. Januar bei 11.182 Punkten und somit rund 780 Punkt über dem Stand von Ende Dezember. Der Euro-Stoxx 50 gewann im Januar annähernd 240 Punkte und auf 3.161 Punkte am 28. Januar, während der Dow-Jones-Index mit 25.014 Punkten rund 1.700 Punkte höher stand als zum Jahreswechsel.

■

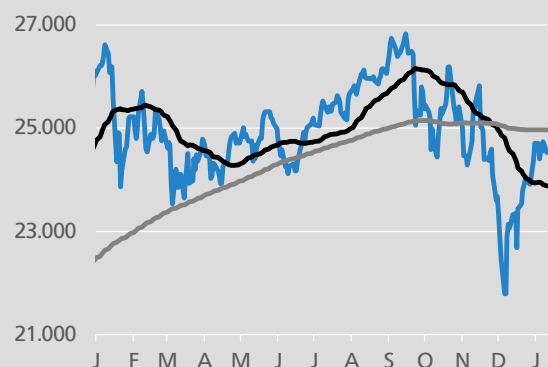
**Deutscher Aktienmarkt**  
Dax, 40-/200-Tagesschnitt



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



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjunktur

### Wirtschaftsklima im Euroraum merklich eingetrübt

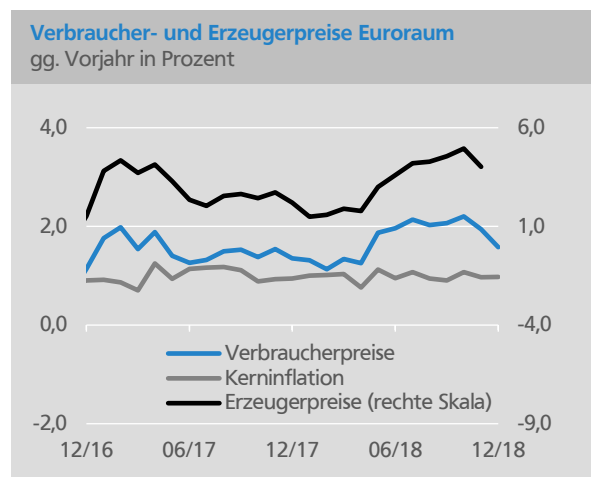
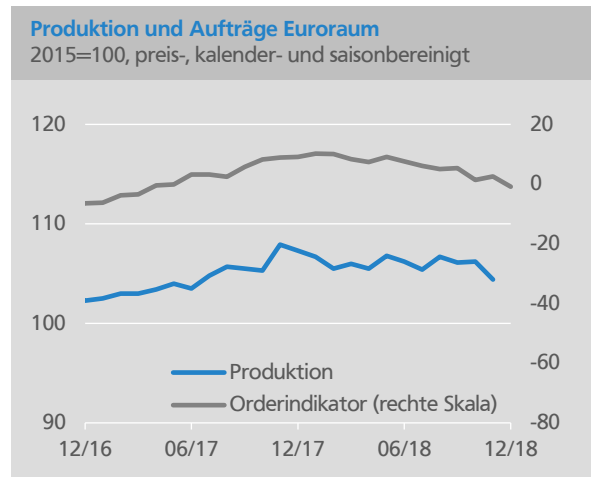
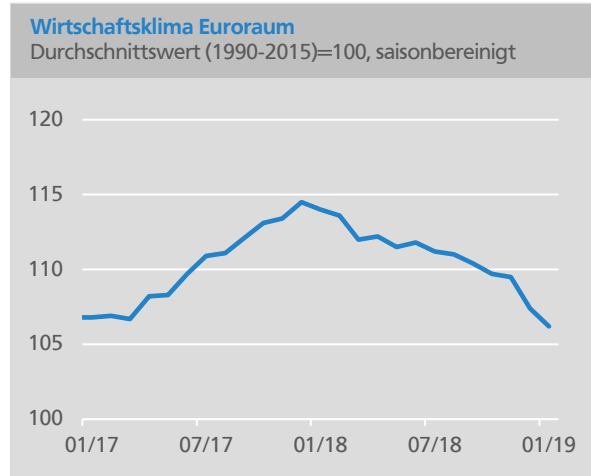
Zu Jahresbeginn hat sich die wirtschaftliche Stimmung im Euroraum sichtlich verschlechtert. Der von der EU-Kommission anhand einer regelmäßigen Umfrage unter Verbrauchern und Unternehmen ermittelte Wirtschaftsklimaindex ist von 107,4 Punkten im Dezember auf 106,2 Punkte im Januar gesunken. Er befindet sich aber weiterhin deutlich über seinem langjährigen Mittelwert von 100 Punkten. Insgesamt deuten die jüngsten Umfrageergebnisse darauf hin, dass der Aufschwung im Euroraum andauert. Das Wirtschaftswachstum dürfte sich allerdings im Jahresendquartal abgeschwächt haben. Erste amtlichen Daten zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im vierten Quartal werden am 31. Januar veröffentlicht.

### Produktionsrückgang in der Industrie

Die Industriebetriebe des Währungsraums haben ihren Ausstoß im November spürbar vermindert. Im Vormonatsvergleich ist die Produktion saisonbereinigt um 1,7 % gesunken. Zuvor, im Oktober, hatte sie noch im Wesentlichen stagniert (+0,1 %). In naher Zukunft dürfte die Industriekonjunktur zunächst gedämpft bleiben. Dies signalisiert auch der Order-Indikator, der im Dezember um 3,5 Punkte auf -0,9 Punkte zurückgegangen ist. Der Indikator befindet sich aber weiterhin deutlich über seinem langjährigen Mittelwert von -16,0 Punkten, was auf einen noch immer hohen Auftragsbestand schließen lässt.

### Etwas niedrigere Inflationsrate

Im Dezember hat sich der Anstieg der Verbraucherpreise im Euroraum etwas vermindert. Die Inflationsrate, basierend auf dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), ist von 1,9 % im November auf 1,6 % gesunken. Für den Rückgang der Gesamtrate waren in erster Linie die Energiepreise verantwortlich, die sich im Dezember weniger stark verteuerten als zuvor (+5,4 % gegenüber +9,1 %). Die ohne Berücksichtigung der schwankungsanfälligen Energie- und Nahrungsmittelpreise ermittelte Kerninflationsrate verharrte auf ihrem Vormonatsstand von 1,0 %.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### 1,5 % Wirtschaftswachstum 2018 in Deutschland

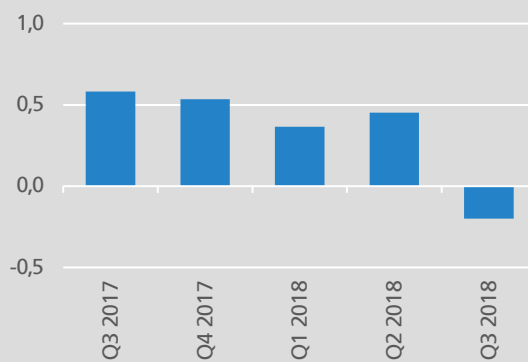
Das Statistische Bundesamt hat am 15. Januar erste vorläufige Angaben zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung Deutschlands für das Jahr 2018 veröffentlicht. Gemäß den Angaben hat das Wirtschaftswachstum hierzulande gegenüber dem Vorjahr merklich an Schwung verloren. Das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) legte um 1,5 % zu, nachdem es 2017 noch um 2,2 % gestiegen war. Der Zuwachs fiel damit genauso stark aus wie im Rahmen der Dezember-Konjunkturprognose des BVR erwartet wurde.

Grund für die Wachstumsabschwächung waren sowohl nachfrageseitige als auch angebotsseitige Faktoren. Einerseits sahen sich die Unternehmen vermehrt angebotsseitigen Engpässen gegenübergestellt, vor allem bei Arbeitskräften und bei Vorleistungsgütern. Zudem belasteten Sonderfaktoren die Produktion, wie Streiks und eine schwere Grippewelle im Frühjahr sowie ein Pkw-Zulassungstau infolge von Problemen mit dem neuen Abgastestverfahren WLTP, der das Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte erheblich belastete. Andererseits verlor der Welthandel im Vergleich zum Vorjahr etwas an Schwung, was sich nachfrageseitig dämpfend auswirkte.

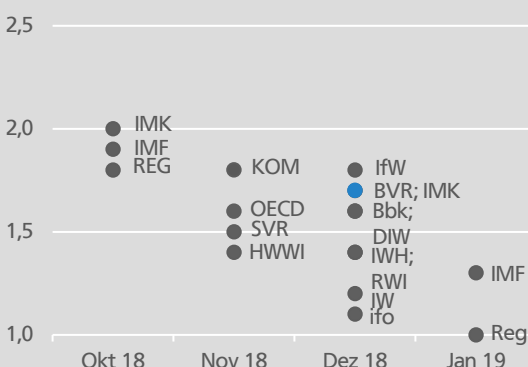
Ähnlich wie in den Vorjahren gingen die Wachstumsimpulse 2018 vor allem von der Binnennachfrage aus. Die privaten Konsumausgaben (+1,0 %) und der Staatsverbrauch (+1,1 %) expandierten erneut, wenn auch weniger deutlich als in 2017. Die Investitionen in Ausrüstungen (+4,5 %) und Bauten (+3,0 %) wurden hingegen etwas stärker ausgeweitet, offenbar gestützt durch die zunehmende Kapazitätsauslastung vieler Unternehmen und die insgesamt nach wie vor sehr günstigen Finanzierungsbedingungen. Der Außenbeitrag hat das BIP-Wachstum hingegen rechnerisch um 0,2 Prozentpunkte vermindert.

Für das Jahr 2019 geht der BVR davon aus, dass die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland aufwärtsgerichtet bleiben wird. Der BVR rechnet in seiner jüngsten Konjunkturprognose mit einem Anstieg des preisbereinigten BIP um 1,7 % und befindet sich damit am oberen Rand des Prognosespektrums.

**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

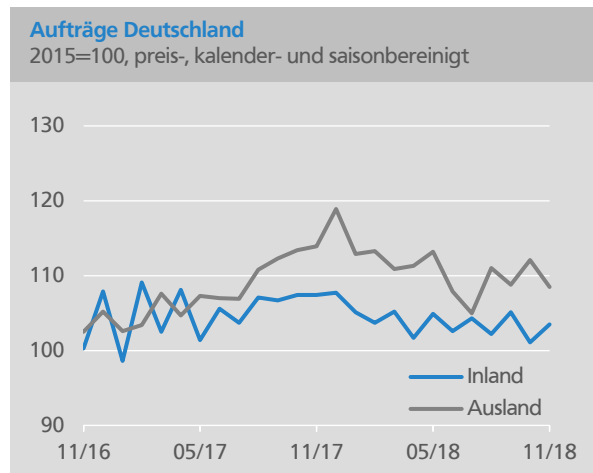
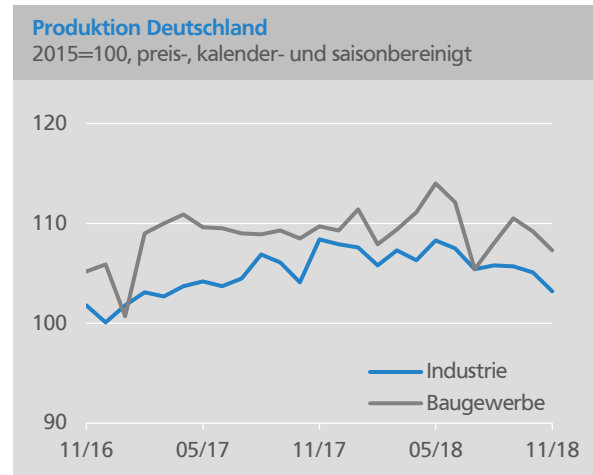
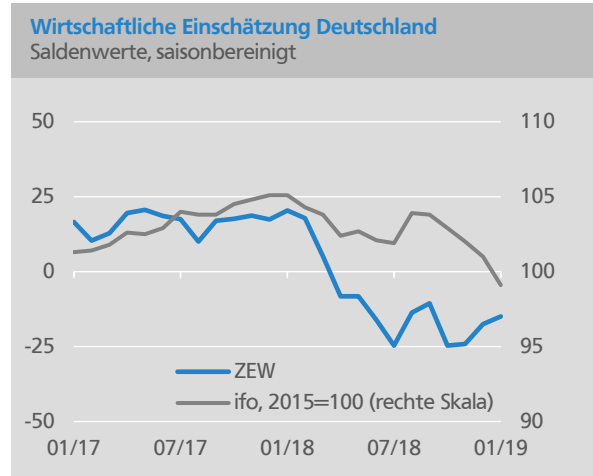
Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR

## Geschäftsklima trübt sich zunehmend ein

Der ifo Geschäftsklimaindex ist im Januar gegenüber Dezember um 1,9 Punkte auf 99,1 Punkte gesunken, nachdem er bereits zuvor vier Monate in Folge zurückgegangen war. Grund für den Rückgang des Frühindikators war vor allem seine Erwartungskomponente, die sich jüngst offenbar auch wegen der Ablehnung des Brexit-Abkommens durch das britische Parlament und der verhaltenen Konjunkturdaten aus China weiter eintrübte. Demgegenüber sind die ZEW-Konjunkturerwartungen im Januar erneut leicht gestiegen, um 2,5 auf -15,0 Punkte. Insgesamt signalisieren das noch immer hohe Niveau des ifo Geschäftsklimas und die Stabilisierung der ZEW-Konjunkturerwartungen, dass sich die deutsche Wirtschaft im Winterhalbjahr vom Produktionsrückgang des Herbstes erholen wird.

## Verhaltene Industriedaten

Im November musste die deutsche Industrie bei den Neuaufträgen und der Produktion einen Rückschlag hinnehmen. Der Auftragseingang ist gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 1,0 % zurückgegangen. In dem, von kurzfristigen Schwankungen weniger stark beeinflussten Zweimonatsvergleich Oktober/November gegenüber August/September, haben die Orders jedoch nahezu stagniert (-0,3 %). Dabei standen zunehmenden Bestellungen aus dem Euroraum (+1,7 %) eine geringere Nachfrage aus dem Inland und den Drittstaaten gegenüber (-1,4 % bzw. -0,5 %). Positiv stimmt, dass die Bewältigung der WLTP-Problematik (Zulassungstau bei Pkw) weiter voranschreitet. So verbuchte der Wirtschaftsbereich Kfz und Kfz-Teile im November erneut einen merklichen Orderzuwachs (+4,5 %). Die Industrieproduktion ist mit einer Verlaufsrate von 1,8 % gesunken, nachdem sie sich bereits im Oktober abgeschwächt hatte (-0,6 %). Zum Rückgang der Erzeugung trug neben der weiterhin spürbaren Dämpfung durch den Pkw-Zulassungstau auch eine Brückentage-Konstellation bei, die durch das Arbeitstage-Bereinungsverfahren nur unzureichend berücksichtigt werden kann.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Preisaufrtrieb lässt nach

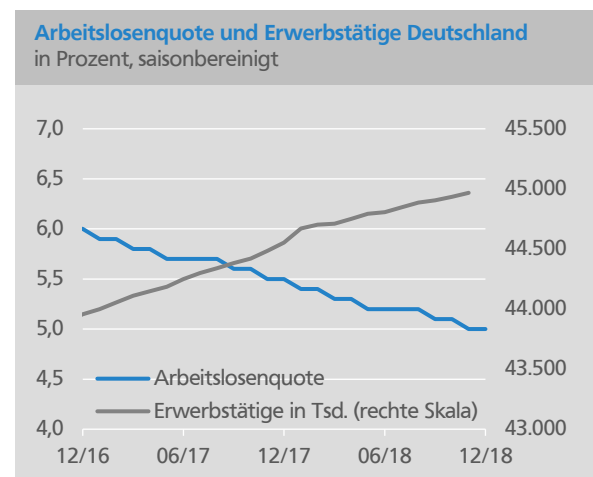
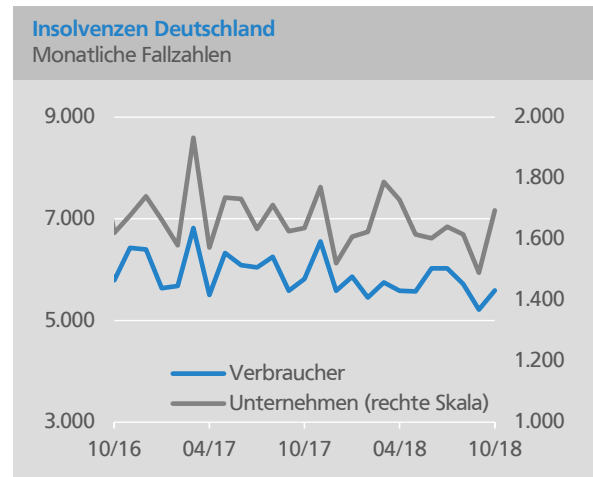
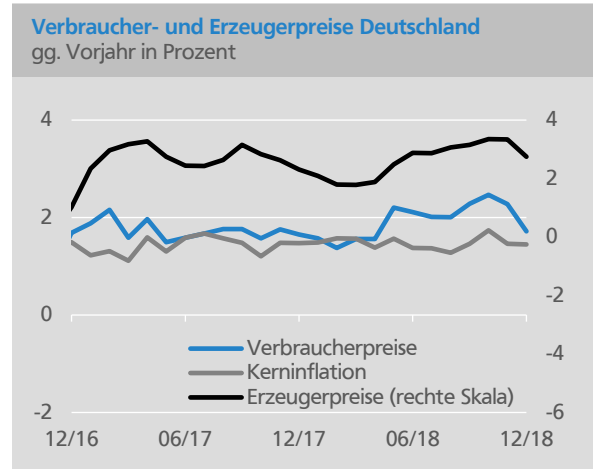
Nicht nur im Euroraum als Ganzes, auch in Deutschland ist die Inflationsrate im Dezember merklich gesunken. Basierend auf dem Verbraucherpreisindex (VPI) gab sie von 2,3 % im November auf 1,7 % nach. Ausschlaggebend für den Rückgang waren die Energiepreise. Diese steigen im Dezember im Zuge rückläufiger Rohölpreise weniger deutlich als zuvor (+4,8 % gegenüber +9,3 %). Bei Nahrungsmitteln hat sich der Preisaufrtrieb ebenfalls vermindert (+1,0 % nach +1,4 % im November).

### Mehr Firmenpleiten im Oktober

Im Oktober hat sich der langfristige Abwärtstrend bei den Unternehmensinsolvenzen in Deutschland zunächst nicht weiter fortgesetzt. Von den Amtsgerichten wurden 1.694 Firmenpleiten gemeldet und damit 3,5 % mehr als im Vorjahresmonat. Demgegenüber ist die Zahl der Verbraucherinsolvenzen erneut zurückgegangen. Sie gab binnen Jahresfrist um 3,9 % auf 5.594 Fälle nach. Grund für die höhere Zahl an Unternehmensinsolvenzen dürfte weniger die nachlassende Konjunkturdynamik, sondern eher ein Kalender-Basiseffekt sein. Im Oktober 2017 stand wegen des Reformationsjubiläums bundesweit ein Arbeitstag weniger zur Verfügung, so dass die Amtsgerichte weniger Insolvenzfälle bearbeiten konnten.

### Weitere Verbesserung der Arbeitsmarktlage

Der deutsche Arbeitsmarkt präsentiert sich nach wie vor in einer soliden Grundverfassung. Zwar ist die Arbeitslosenzahl im Dezember gegenüber dem Vormonat um 23.000 auf 2,210 Mio. Menschen gestiegen. Der Anstieg hatte jedoch allein saisonale Gründe, da in vielen Außenberufen die Aktivitäten wegen der Winterpause vermindert werden. Bereinigt um die üblichen saisonalen Einflüsse ist die Arbeitslosenzahl um 14.000 Personen gesunken. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote verharrte im Dezember auf ihrem vergleichsweise niedrigen Vormonatsstand von 5,0 %. Die gute Verfassung des Arbeitsmarkts zeigt sich auch in den Daten zur Erwerbstätigkeit. Die saisonbereinigte Erwerbstätigenzahl ist jüngst, im November, um 34.000 Menschen gestiegen. ■



Quelle: Thomson Reuters Datastream