

# DIGITALES ARCHIV

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

## Periodical Part

### Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2015

#### Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2015 (2018).

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/2994>

#### Kontakt/Contact

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft/Leibniz Information Centre for Economics  
Düsternbrooker Weg 120  
24105 Kiel (Germany)  
E-Mail: [rights\[at\]zbw.eu](mailto:rights[at]zbw.eu)  
<https://www.zbw.eu/econis-archiv/>

#### Standard-Nutzungsbedingungen:

Dieses Dokument darf zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen. Sofern für das Dokument eine Open-Content-Lizenz verwendet wurde, so gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

<https://zbw.eu/econis-archiv/terms-of-use>

#### Terms of use:

*This document may be saved and copied for your personal and scholarly purposes. You are not to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public. If the document is made available under a Creative Commons Licence you may exercise further usage rights as specified in the licence.*

# VOLKSWIRTSCHAFT 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)

## Deutsche Konjunktur bleibt aufwärtsgerichtet, trotz globaler Unsicherheiten und inländischer Kapazitätsengpässe

Zum Jahresende 2018 befindet sich die deutsche Wirtschaft noch immer im Aufschwung. Allerdings hat sich das konjunkturelle Gesamtbild im Vergleich zum Sommer weiter eingetrübt. Hierzu tragen einerseits die unvermindert hohen globalen Unsicherheiten bei (Stichworte: Handelskonflikte, Brexit, italienischer Haushaltsstreit, hohe Verschuldung in den Schwellenländern). Andererseits trüben auch einige inländische Faktoren das Konjunkturbild, wie die zunehmende Material- und Personalknappheit und der Zulassungstau in der Automobilindustrie, der jüngst zum Rückgang der Wirtschaftsleistung führte. Wegen der genannten Faktoren korrigiert der BVR seine Prognosewerte zum Wirtschaftswachstum nach unten.

Der vorliegenden Konjunkturprognose des BVR zufolge, wird das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) im zu Ende gehenden Jahr 2018 um 1,5 % steigen. Für das kommende Jahr 2019 wird ein BIP-Zuwachs um 1,7 % prognostiziert. Im Sommer hatte der BVR für 2018 und 2019 noch mit Wachstumsraten von 2,0 % bzw. 1,8 % gerechnet. Ähnlich wie bereits zuvor dürften die zunehmenden Konsum- und Investitionsausgaben in 2019 der wichtigste Wachstumstreiber bleiben. Der Außenhandel dürfte hingegen rechnerisch den BIP-Anstieg leicht vermindern.

Gegenwärtig überwiegen die konjunkturellen Abwärtsrisiken die Chancen auf eine günstigere Entwicklung noch immer deutlich. Sollte es beispielsweise zu neuen US-Zöllen auf den Import von Automobilen kommen, könnte sich das Wirtschaftswachstum in Deutschland merklich verringern oder gar zum Stillstand kommen.



### Inhalt

### Seite

**Deutsche Konjunktur bleibt aufwärtsgerichtet, trotz globaler Unsicherheiten und inländischer Kapazitätsengpässe**

2

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

**Finanzmärkte**

6

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

**Konjunktur**

11

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

### Sonderfaktor führt zu BIP-Rückgang im 3. Quartal

Nach aktuellen Angaben des Statistischen Bundesamtes ist das BIP Deutschlands zuletzt, im 3. Quartal, gegenüber dem Vorquartal preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,2 % gesunken (siehe Abb. 1). Die Entwicklung fiel damit schwächer aus, als Schätzungen des BVR zuvor signalisiert hatten (+0,2 %). Im 2. Quartal 2018 war das BIP noch um kräftige 0,5 % expandiert. Gemäß den amtlichen Angaben war die Verminderung der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Sommerquartal vor allem auf die schwache außenwirtschaftliche Entwicklung zurückzuführen. Während die Importe (+1,3 %) im Zuge einer insgesamt nach wie vor robusten Binnennachfrage stiegen, gaben die Exporte (-0,9 %) nach. Darüber hinaus waren auch die privaten Konsumausgaben (-0,3 %) rückläufig. In Bauten (+0,9 %) und Ausrüstungen (+0,8 %) wurde aber erneut mehr investiert und auch die staatlichen Konsumausgaben stiegen (+0,2 %).

Hauptgrund für den BIP-Rückgang im 3. Quartal dürfte ein Sonderfaktor gewesen sein. So hat der Zulassungstau bei Pkw im Zuge der Einführung der neuen internationalen Abgasvorschriften WLTP zum 1. September die Monatsdaten zur Industrieproduktion, zum industriellen Auftragseingang und zum Außenhandel spürbar belastet. Zum Rückgang der Exporte dürften aber auch zunehmende Personal- und Materialengpässe im verarbeitenden Gewerbe sowie das schwieriger ge-

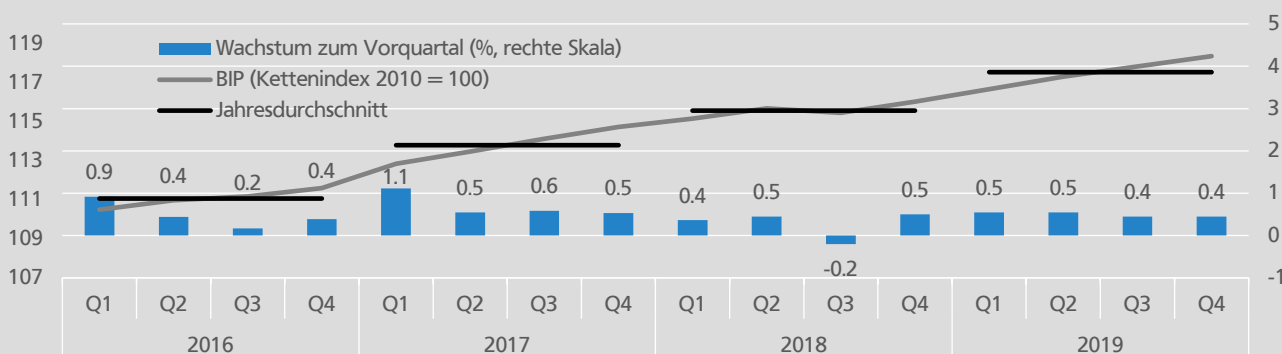
wordene weltwirtschaftliche Umfeld beigetragen haben. Der Privatkonsum dürfte hingegen nicht zuletzt durch die höheren Energiepreise gedämpft worden sein, welche die Kaufkraft der Einkommen vermindern. Die Differenz zwischen der prognostizierten und tatsächlich eingetretenen Entwicklung im 3. Quartal legt nahe, dass der WLTP-Sondereffekt die BIP-Verlaufsrate näherungsweise um etwa 0,4 Prozentpunkten verminderte.

### Stabilisierung zum Jahresende

Für das laufende 4. Quartal legen jüngste Schätzungen des BVR eine Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung nahe. Die dämpfende Wirkung des Pkw-Zulassungstaus dürfte auslaufen, sodass das BIP wieder auf seinen Wachstumspfad einschwenken wird. Basis für die Schätzungen des BVR ist ein Prognose-Pooling-Ansatz, dessen Grundzüge im „Volkswirtschaft special“ vom November 2015 skizziert wurden. In dem Ansatz werden 11 wichtige Konjunkturindikatoren, wie der ifo Geschäftsklimaindex und der Industrie-Auftragseingang, zu mehr als 500 Modellen kombiniert. Die Häufigkeitsverteilung der Prognosewerte dieser Modelle weist für das 4. Quartal zwei Gipfel auf, die sich einerseits über das Intervall von 0,0 % bis 0,1 % sowie andererseits über das Intervall von 0,4 % bis 0,5 % erstrecken (siehe Abb. 2). Dabei deuten vor allem die Modelle mit dem ifo Geschäftsklimaindex auf ein höheres Wachstum hin, was angesichts des nach wie

Wirtschaft dürfte auf ihren Wachstumspfad zurückkehren  
preis-, saison- und kalenderbereinigtes Bruttoinlandsprodukt (BIP)

Abb. 1



Quelle: Statistisches Bundesamt, ab dem 3. Quartal 2018: Prognose des BVR

vor soliden Niveaus des Indikators nicht verwundert. Der arithmetische Mittelwert der Prognosen, der in der Praxis häufig für die Bestimmung von Punktprognosewerten verwendet wird, liegt bei 0,2 %. Es ist jedoch davon auszugehen, dass die wegen des Zulassungstaus im 3. Quartal weggefallene Produktion teilweise im Jahresendquartal nachgeholt wird. Statt einer BIP-Verlaufsrate von 0,2 % wird daher in die Konjunkturprognose die Rate eingestellt, die sich am oberen Rand des zweiten Gipfel-Intervalls befindet (0,5 %).

Den Schätzungen zufolge liegt die Wahrscheinlichkeit eines Abgleitens in eine Rezession, im Sinne eines abermaligen BIP-Rückgangs, im zu Ende gehenden 4. Quartal bei rund 30 % (siehe Abb. 3). Auch im kommenden 1. Quartal 2019 beträgt die Rezessionswahrscheinlichkeit den Modellprognosen zufolge etwa 30 %. Allerdings dürften diese Werte das tatsächliche Risiko eher über- als unterschätzen, da die zu erwartende Gegenbewegung auf den Pkw-Zulassungstau vom Schätzansatz nicht adäquat berücksichtigt werden kann. Zudem sind von den Anfang 2019 in Kraft tretenden finanzpolitischen Maßnahmen der Bundesregierung Impulse zu erwarten, die der Prognoseansatz ebenfalls kaum antizipieren kann.

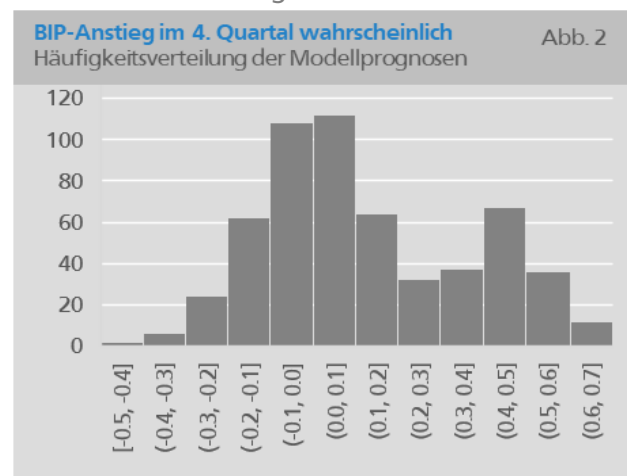
### Weltwirtschaftlicher Aufschwung bleibt intakt

Wie alle Konjunkturprognosen basiert auch die vorliegende Prognose auf einigen grundlegenden Annahmen. Zu diesen Annahmen zählt, dass der weltwirtschaftliche Aufschwung im kommenden Jahr anhalten

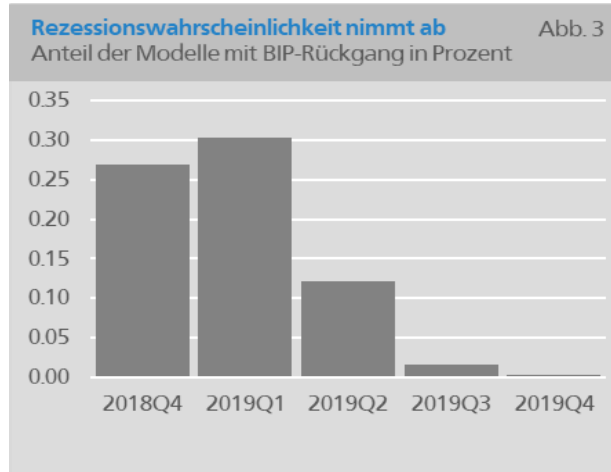
wird. Das globale Wirtschaftswachstum wird in erster Linie von den Schwellenländern getragen werden. In den USA wird sich das Expansionstempo infolge der nachlassenden fiskalpolitischen Impulse 2019 etwas vermindern. Im Euroraum dürfte das Wirtschaftswachstum ebenfalls nachlassen. Eine weitere Annahme der Prognose ist, dass sich die Rohölpreise vom merklichen Rückgang zum Jahresende 2018 erholen werden, im historischen Vergleich jedoch noch moderat bleiben. Der Außenwert des Euro wird sich annahmegemäß gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner nur wenig verändern. Für die Nettozuwanderung nach Deutschland wird eine Abschwächung angenommen. Darüber hinaus wird unterstellt, dass die derzeit sehr hohen globalen Unsicherheiten nicht weiter zunehmen und die weltwirtschaftliche Dynamik nur wenig dämpfen.

### Moderate Expansion des Außenhandels

Im Zuge einer weniger dynamischen Entwicklung des Welthandels und der zunehmenden protektionistischen Tendenzen verlor der grenzüberschreitende Handel der deutschen Wirtschaft im bisherigen Verlauf von 2018 merklich an Schwung. Nach dem Auslaufen des Pkw-Zulassungstaus dürften die Exporte der deutschen Wirtschaft im Jahresendquartal wieder deutlich steigen. Wichtige Stimmungsindikatoren, wie die ifo Exporterwartungen, deuten aber für die Zukunft auf ein eher moderates Wachstum hin. Das Exportgeschäft der deutschen Wirtschaft dürfte 2019



Quelle: Schätzungen des BVR



Quelle: Schätzungen des BVR

etwas stärker zunehmen als im Jahr 2018, aber nicht mehr so dynamisch wie in 2017. Das Importwachstum dürfte angesichts der soliden Binnennachfrage hoch bleiben. Insgesamt dürfte der Außenhandel daher den Anstieg des preisbereinigten BIP 2018 und 2019 rechnerisch etwas vermindern (siehe Abb. 4).

### Investitionen legen weiter zu

Die Ausrüstungsinvestitionen dürften 2018 ähnlich moderat expandieren wie im Vorjahr und auch in 2019 steigen. Trotz der vorhandenen Kapazitätsengpässe und der nach wie vor soliden Auftragsbestände in der Industrie sowie der weiterhin ausgesprochen günstigen Finanzierungsbedingungen ist jedoch mit keiner Beschleunigung des Wachstums zu rechnen, da die globalen Unsicherheiten noch immer hoch sind. Zwar gab es zuletzt Signale, die auf eine Entspannung in den Handelskonflikten zwischen den USA einerseits und China bzw. die EU andererseits deuten, dennoch herrscht weiterhin Unklarheit über den Fortgang und die Folgen dieser Konflikte. Unsicherheit besteht zudem über die Folgen des Brexits und des italienischen Schuldenstreits und die Verschuldung in den Schwellenländern.

Auch bei den Bauinvestitionen wird sich das Wachstum fortsetzen. Stimuliert werden die Bauinvestitionen nicht zuletzt durch den großen Bedarf an neuen Wohnungen in den Ballungsräumen und die insgesamt verbesserte Finanzlage der öffentlichen Hand. Belastend wirken sich demgegenüber die bereits sehr hohe Auslastung der Bauunternehmen, die steigenden Kosten sowie der Fachkräftemangel aus. Alles in allem dürfte

der Beitrag der Bruttoinvestitionen zum BIP-Wachstum 2019 in vergleichbarer Größenordnung ausfallen wie in 2017 und 2018.

### Konsum bleibt zentrale Wachstumsstütze

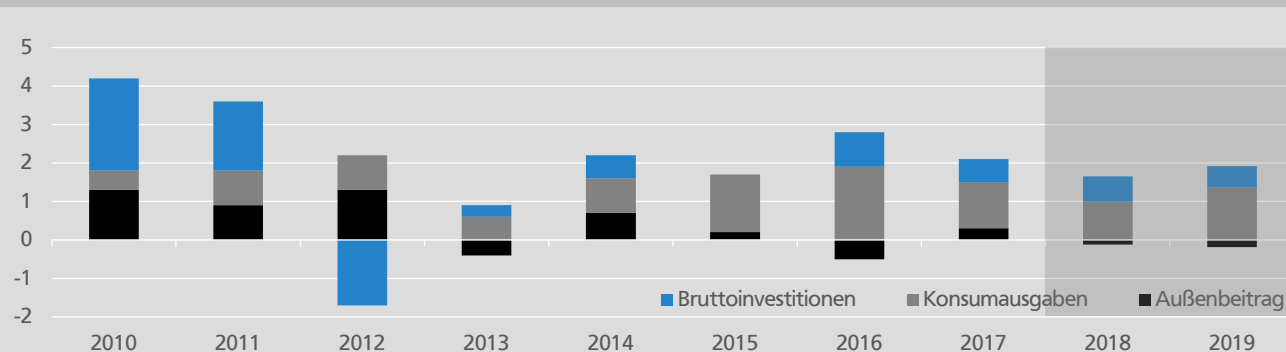
Ähnlich wie bereits im Vorjahr werden 2018 die Konsumausgaben maßgeblich zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts beitragen. Der Privatkonsum wurde im ersten Halbjahr spürbar ausgeweitet, begünstigt durch die nach wie vor solide Arbeitsmarktentwicklung und die vielfach kräftigen Lohnzuwächse. Zudem deutet der hohe Stand wichtiger Konsumindikatoren wie der des GfK-Konsumklimas darauf hin, dass die Schwächephase vom 3. Quartal im 4. Quartal überwunden wird.

In 2019 werden die privaten Konsumausgaben voraussichtlich etwas stärker steigen als im Vorjahr. Zusätzliche Impulse wird der Privatkonsum von steigenden Transfers erhalten, etwa durch die Mütterrente II und die Erhöhung des Kindergelds, sowie durch die insgesamt entlastend wirkenden Änderungen in der Sozialversicherung. Zwar wird der Anfang 2019 in Kraft tretende Senkung des Beitragssatzes zur gesetzlichen Arbeitslosenversicherung um 0,5 Prozentpunkte eine Anhebung des Beitragssatzes zur gesetzlichen Pflegeversicherung im gleichen Umfang gegenüberstehen, die Finanzierung des Zusatzbeitrags zur Krankenversicherung erfolgt aber wieder paritätisch. Nicht nur beim Privatkonsum, auch beim Staatsverbrauch ist zudem im kommenden Jahr mit einem deutlicheren Zuwachs zu rechnen als in 2018. Hierzu tragen höhere Sachkäufe, Personalaufwendungen und zunehmende

#### Konsumausgaben weiterhin wichtigste Wachstumsstütze

Beiträge der Verwendungskomponenten zum Anstieg des preisbereinigten BIP in Prozentpunkten\*

Abb. 4



\*Die Beiträge berechnen sich aus dem Vorjahresanteil der Verwendungskomponente am BIP (auf Basis jeweiliger Preise) multipliziert mit der jeweiligen Veränderungsrate (auf Basis preisbereinigter Angaben).

Quelle: Statistisches Bundesamt, 2018 und 2019: Prognose des BVR

Sachleistungen für Gesundheit und Pflege bei.

### **Zunehmender Fachkräftemangel am Arbeitsmarkt**

Am Arbeitsmarkt haben sich im bisherigen Verlauf von 2018 die günstigen Trends fortgesetzt. Die Zahl der inländischen Erwerbstätigen stieg erneut spürbar. Sie dürfte im Jahresdurchschnitt gegenüber dem Vorjahr um rund 600.000 auf knapp 44,9 Millionen Menschen steigen. Im kommenden Jahr ist mit einem weiteren Beschäftigungsaufbau zu rechnen. Der Zuwachs dürfte vor dem Hintergrund des zunehmenden Fachkräftemangels mit rund 400.000 Menschen aber schwächer ausfallen als im Vorjahr, trotz der zunehmenden Integration von Migranten in den deutschen Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenzahl dürfte 2018 um rund 200.000 und 2019 um etwa 150.000 auf dann rund 2,2 Mio. Menschen sinken. Im Zuge dessen wird die Arbeitslosenquote in Abgrenzung der Bundesagentur für Arbeit voraussichtlich von prognostizierten 5,2 % in 2018 auf 4,9 % in 2019 fallen.

### **Stärkerer Preisanstieg**

Der allgemeine Preisauftrieb hat 2018 merklich angezogen. Der amtliche Verbraucherpreisindex (VPI) legt seit Mai kontinuierlich mit Jahresraten von mindestens 2 % zu, nachdem er in den Monaten Januar bis April noch um rund 1,5 % gestiegen war. Im Oktober verteuerten sich die Verbraucherpreise um 2,5 % und damit so stark wie seit September 2008 nicht mehr. Treibender Faktor der Gesamtentwicklung sind die Energie- und Nahrungsmittelpreise, die angesichts höherer Rohölpreise und schwacher Ernten überdurchschnittlich stiegen. Vor dem Hintergrund der beschleunigt zunehmenden Industrie-Erzeugerpreise und der im Zuge der günstigen Arbeitsmarktentwicklung insgesamt sichtlich aufwärtsgerichteten Verdienste dürfte der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe in naher Zukunft hoch bleiben. Die Inflationsrate dürfte sowohl im Jahresdurchschnitt 2018 als auch 2019 bei 1,9 % liegen.

### **Bedeutsame Abwärtsrisiken**

Gegenwärtig überwiegen die konjunkturellen Abwärtsrisiken die Chancen auf eine günstigere Entwicklung noch immer deutlich. Die Risiken gehen in erster Linie vom globalen Umfeld aus und sind überwiegend

politisch bedingt. Durch die von der US-Regierung im bisherigen Verlauf von 2018 erlassenen Importzölle und die insbesondere von China, aber auch von der EU erhobenen Gegenmaßnahmen hat das Risiko weiterer protektionistischer Maßnahmen mit spürbaren Auswirkungen auf den Welthandel deutlich zugenommen. Die bisher eingeführten Zölle beeinträchtigen die Wirtschaftsaktivitäten kurzfristig nur marginal, wie die in der Oktober-Ausgabe des „Volkswirtschaft Kompakt“ dargestellten Modell-Simulationen unisono signalisieren. Sollte es bei diesen Zöllen und den von der EU und anderen Staaten beschlossenen Reaktionen bleiben, wäre das Wachstumsrisiko somit überschaubar.

Sollte es aber beispielsweise zu neuen US-Zöllen auf den Import von Automobilen oder andere für den deutschen Export zentrale Gütergruppen kommen, dürfte dies gravierende Auswirkungen auf den deutschen Außenhandel haben. Darüber hinaus ist auch ein Rückschlag in der wirtschaftlichen Erholung des Euroraums möglich, falls die politischen Zentrifugalkräfte weiter zunehmen. Eine besondere Unsicherheit besteht über den wirtschaftspolitischen Kurs in Italien. Aufgrund seiner Größe, der hohen Staatsverschuldung und der Risiken im Bankensektor gehen von Italien große Gefahren für die Wirtschaftsentwicklung und die Finanzstabilität des Euroraums aus. Zudem herrscht immer noch große Unklarheit darüber, ob die Mitte November zwischen der EU und Großbritannien ausgehandelte Austrittsvereinbarung in Kraft treten wird, die zumindest kurzfristig zu einer weitgehenden Kontinuität der Wirtschaftsbeziehungen führen würde. Das Risiko eines unkontrollierten „harten“ Brexits ist noch immer hoch. Sollten die hier aufgeführten Abwärtsrisiken eintreten, könnte sich das Wirtschaftswachstum in Deutschland merklich verringern oder gar zum Stillstand kommen.

Allerdings ist auch denkbar, dass die Entwicklung günstiger verläuft als in der vorliegenden Prognose skizziert, wenngleich per Saldo die Abwärtsrisiken deutlich überwiegen. So könnten sich die hohen globalen Unwägbarkeiten schneller auflösen als allgemein erwartet, was zu einem kräftigeren weltwirtschaftlichen Wachstum führen würde und damit auch zu einem stärkeren BIP-Zuwachs in Deutschland. ■

## Finanzmärkte

### Kreditwachstum verliert etwas an Schwung

Im Euroraum hat sich die Kreditvergabe an Unternehmen leicht verlangsamt. Nach Angaben der Europäischen Zentralbank (EZB) lag die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Kreditsumme an Unternehmen im Oktober um 3,9 % über ihrem Stand des Vorjahresmonats. Zuvor, im September, hatte sie noch um 4,3 % zugelegt und damit so stark wie seit fast 10 Jahren nicht mehr. Die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Kredite an die privaten Haushalte verharrte hingegen im Oktober auf ihrem Vormonatstwert von 3,2 %.

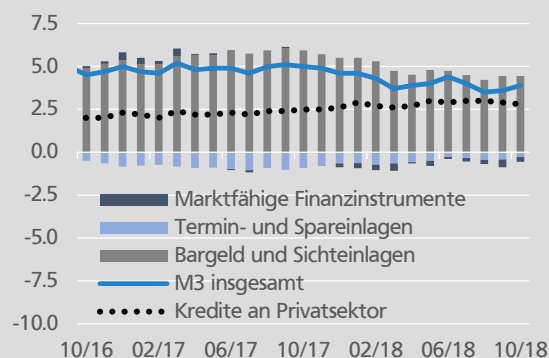
### Dynamischeres Geldmengenwachstum

Das Geldmengenwachstum hat sich beschleunigt. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 ist von 3,6 % im September auf 3,9 % im Oktober gestiegen. Maßgeblich für das Wachstum des breiten Geldmengenaggregats ist nach wie vor die besonders liquide Geldmenge M1. Ihr Wachstumsbeitrag lag im Oktober unverändert bei 4,4 Prozentpunkten. Die dämpfende Wirkung der weniger liquiden Spareinlagen lies hingegen etwas nach. Ihr Beitrag zum Geldmengenwachstum verminderte sich von -0,4 Prozentpunkten auf -0,3 Prozentpunkte. Darüber hinaus ging auch die Dämpfung durch den Beitrag der marktfähigen Finanzinstrumente zurück. Dieser Beitrag ist ebenfalls von -0,4 Prozentpunkte auf -0,3 Prozentpunkte gesunken.

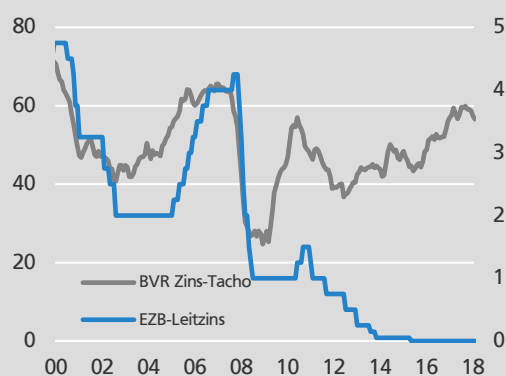
### Inflationsrisiko im Euroraum bleibt moderat

Der BVR Zins-Tacho signalisiert mit 57 von 100 möglichen Punkten ein weiterhin moderates mittelfristiges Inflationsrisiko für den Euroraum. Den größten Anteil am Inflationsdruck trug im Dezember nach wie vor die Konjunktur. Der Unterindikator Konjunktur blieb im Monatsvergleich unverändert bei 66 Punkten. Der Einfluss des Unterindikators Preise und Kosten ging im Dezember hingegen leicht zurück, der Indikator fiel um 1 Punkt auf 49 Zähler. Von Seiten der Kreditdynamiken stieg der Inflationsdruck leicht an: Der Unterindikator notierte für den Dezember einen Punkt höher bei 42 Punkten.

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



**BVR Zins-Tacho**  
in Punkten



	Okt. 18	Nov. 18	Nov. 18
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>59</b>	<b>57</b>	<b>57</b>
Konjunktur (50 %)	66	66	66
Preise/Kosten (40 %)	54	50	49
Kreditdynamik (10 %)	42	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 BVR Volkswirtschaft Kompakt vom Februar 2018.

Quelle: Thomson Reuters Datastream

## EZB bestätigt Ende zusätzlicher Anleihekäufe

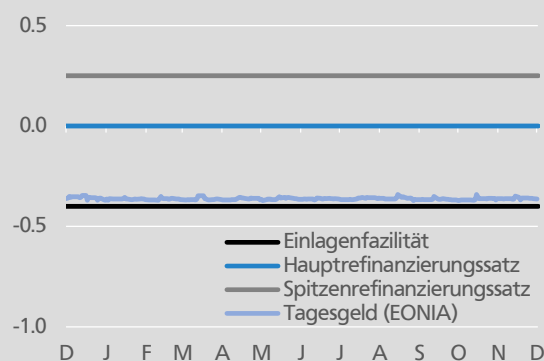
Der EZB-Rat hat am 13. Dezember wie erwartet beschlossen, die Leitzinsen im Euroraum unverändert zu belassen. Zudem bestätigte das Notenbankgremium erwartungsgemäß seine Entscheidung vom Sommer, die EZB-Neukäufe von Anleihen zum Jahresende 2018 einzustellen. Der Präsident der Notenbank Mario Draghi betonte nach der Ratssitzung aber, dass das Anleihekaufprogramm weiterlaufe. Für fällige Anleihe werde länger als zuvor angekündigt Ersatzpapiere gekauft. Nach Beschluss des EZB-Rats sollen die Reinvestitionen für eine ausgedehnte Zeit nach dem Zeitpunkt der ersten Leitzinserhöhung fortgeführt werden. Die erste Leitzinserhöhung frühestens im Herbst 2019 zu erwarten. Im Zuge der gestiegenen weltwirtschaftlichen Risiken haben die EZB-Fachleute ihre Prognosewerte zum Wirtschaftswachstum und zur Inflation im Euroraum leicht vermindert. Sie rechnen nach 1,9 % prognostizierten Wachstum in diesem Jahr für 2019, 2020 und 2021 mit Zuwächsen um 1,7 %, 1,7 % und 1,5 %. Die Verbraucherpreise werden nach Einschätzung der Notenbankexperten 2018 bis 2021 mit Jahresraten von 1,8 %, 1,6 %, 1,7 % und 1,8 % steigen.

Die US-Notenbank erhöhte auf ihrer Dezembersitzung den Leitzins für die US-Wirtschaft um weitere 25 Basispunkte auf einen Zielbereich von 2,25 bis 2,50 %. Dies wurde im Vorfeld der Entscheidung auch allgemein erwartet. In 2018 war das die vierte Zinsanhebung und die insgesamt neunte seit Beginn der Zinsstraffung Ende 2015.

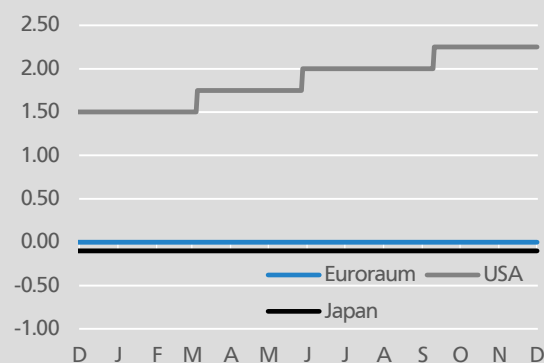
## Geldmarksätze legen leicht zu

Die Geldmarktzinsen im Euroraum haben sich im Dezember leicht von der Stelle bewegt. In Reaktion auf die geldpolitische Entscheidung des EZB-Rats stiegen die Zinsen vor allem am längeren Ende der Zinsstrukturkurve leicht an. Der 3-Monats-Euribor notierte am 18. Dezember mit -0,31 % rund 1 Basispunkt über seinem Vormonatsultimo. Der 12-Monats-Euribor stieg in den vergangenen drei Wochen um 2 Basispunkte auf -0,13 %. Der Tagesgeldsatz notierte im Monatsschnitt unverändert bei -0,36 %.

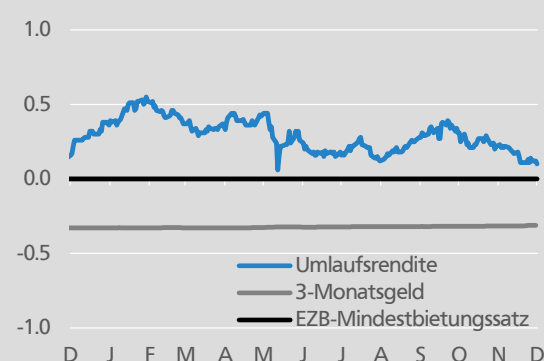
Wichtige Zinsen im Euroraum  
in Prozent



Notenbankzinsen international  
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen  
in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Unsicherheit treibt Renditen

Die Stimmung an den Finanzmärkten wurde in den zurückliegenden Wochen insbesondere durch politische Themen gedämpft. Sorgen bereiteten den Investoren unter anderem die britische Politik rund um die Ministerpräsidentin Theresa May und den Brexit. Zwar konnte die britische Premierministerin einem Misstrauensvotum im Parlament trotzen. Gleichwohl befinden sich die wichtigen Fragen rund um den Brexit in Großbritannien politisch weiterhin in der Schwebelage.

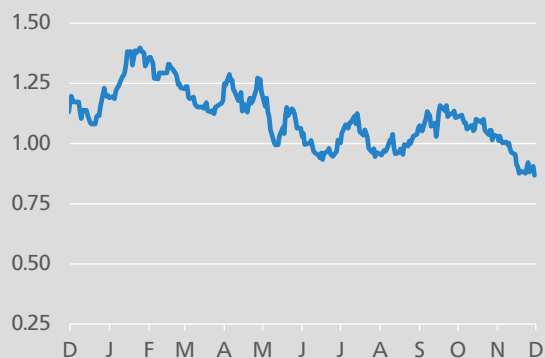
Auch der Konflikt zwischen den USA und China in wichtigen Handelsfragen blieb im Dezember ungelöst. Mit der Verhaftung der Finanzchefin des chinesischen Netzwerkausrüsters Huawei in Kanada erhielt der Streit zwischen den beiden Staaten noch einmal neue Nahrung. Der Finanzchefin wird in den USA ein Verstoß gegen die von der US-Regierung erlassenen Iran-Sanktionen vorgeworfen. Zuvor hatte es auf dem G-20 Gipfel Entspannungssignale gegeben.

Zur Monatsmitte nahmen die Signale einer Wende im Handelsstreit erneut zu. Genährt wurde diese Hoffnung durch ein Telefonat zwischen ranghohen Regierungsvertretern der beiden Staaten, die einen Fahrplan für weitere Verhandlungen ausloteten. Auch auf die Einigung im Konflikt um die italienische Haushaltsplanung reagierten die Märkte erleichtert, wenngleich viele Investoren den Kompromiss zwischen der Kommission und der italienischen Regierung als faulen Kompromiss wahrnahmen.

Trotz einiger Entspannungssignale überwogen im Dezember die Unwägbarkeiten an den Rentenmärkten. Vor diesem Hintergrund waren die als sicher geltenden Staatsanleihen Deutschlands und der USA erneut stärker gefragt. Ihre Renditen gingen daher im Dezember zurück. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere fiel bis zum 18. Dezember um 7 Basispunkte auf 0,10 %. Die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit sank im gleichen Zeitraum um 7 Basispunkte auf 0,24 %. In den USA kam es im Vergleich zum Vormonatsultimo zu einem Renditerückgang in Höhe von 19 Basispunkten auf 2,82 %.

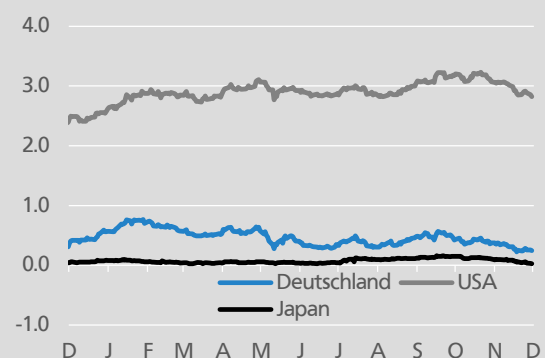
### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



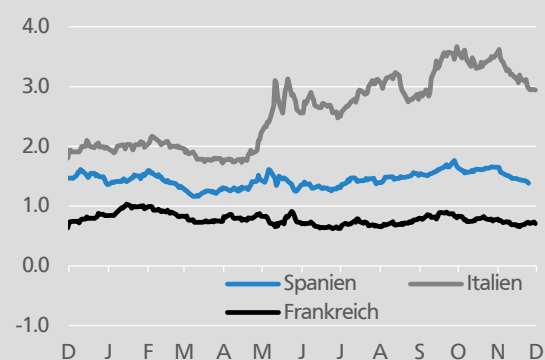
### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

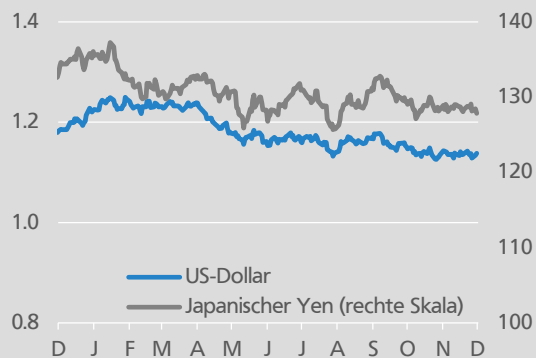
### Euro bei knapp 1,14 US-Dollar

Der Euro-Dollar Kurs hat sich im Dezmeber kaum von der Stelle bewegt. Nach den Zahlen der EZB pendelte der Devisenkurs in engen Bahnen um die Marke von 1,14 US-Dollar je Euro. Unterm Strich hielten sich damit die kurstreibenden wie auch –dämpfenden Faktoren die Waage.

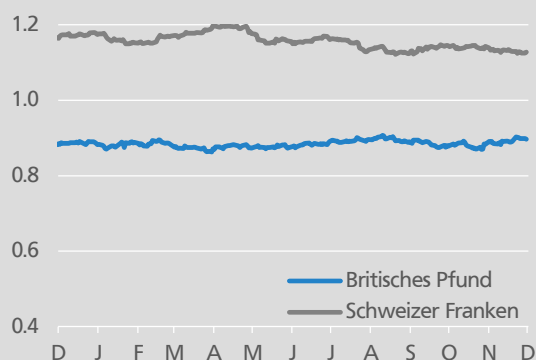
Gedämpft wurde der Greenback von den Sorgen um die US-Konjunktur. Diese wurden zum einen durch die unerwartet schwachen Daten zu den Neueinstellungen in den USA genährt. Zum anderen interpretierten viele Händler den Anstieg der zweijährigen US-Renditen über das Niveau der fünfjährigen Renditen hinaus als den Beginn einer Konjunkturschwäche in den USA.

In Europa belasteten hingegen schwache Konjunkturdaten aus dem Euroraum den Euro und setzten ihn immer wieder gegenüber dem US-Dollar unter Druck. So fiel der Markit-Einkaufsmanagerindex nach vorläufigen Angaben im Dezember um 1,4 Punkte auf 51,3 Punkte und damit auf den niedrigsten Stand seit vier Jahren. Die durch den Fed-Präsidenten genährte Perspektive nur noch wenig steigender US-Leitzinsen, gaben dem Euro zur Wochenmitte Auftrieb. Die Zinsdifferenz zum Euroraum dürfte damit weniger groß werden als zuvor angenommen.

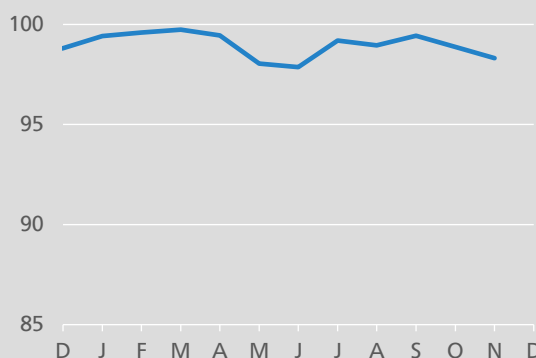
**Euro-Wechselkurs (I)**  
Ausländerwährung pro Euro



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



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Schwächephase an den Aktienmärkten hält an

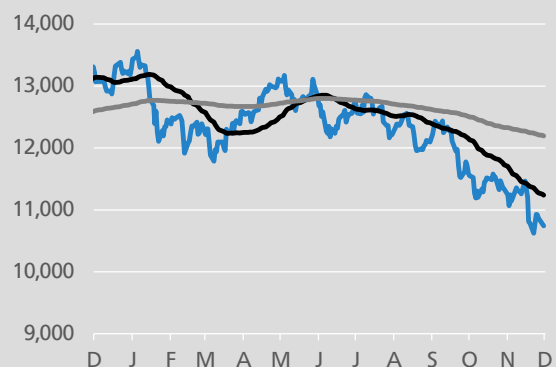
Die erhoffte Jahresendrally an den Aktienmärkten ist bislang ausgeblieben. Die Verunsicherung blieb an den Finanzmärkten nach wie vor ausgeprägt. Das belastete die Aktienmärkte in den ersten drei Dezemberwochen. Im Vergleich zum Vormonatsultimo fiel der deutsche Leitindex bis zum 18. Dezember um 4,6 % auf 10.741 Punkte. Der Dow Jones sank im gleichen Zeitraum um 7,3 % auf 23.676 Zähler.

Zu Monatsbeginn hatten entspannende Signale im Handelsstreit zwischen den USA und China zunächst für steigenden Aktienkurse dies- wie jenseits des Atlantiks gesorgt. Die Präsidenten der beiden Staaten hatten am Rande des G20-Treffens in Buenos Aires vereinbart, die bilateralen Gespräche fortzusetzen und in den nächsten 90 Tagen keine neuen Zölle oder Zollerhöhungen zu ergreifen. Im weiteren Monatsverlauf gaben die Börsennotierungen dann aber deutlich nach. Grund dafür waren nicht zuletzt die durch die Verhaftung der Huawei-Finanzchefin Meng Wanzhou geschürten Zweifel, ob es in den Handelskonflikten zu einer dauerhaften Entspannung kommen kann. Deutsche Aktienindex (DAX) fiel erstmals seit zwei Jahren unter die Marke von 11.000 Punkte. In den USA und Europa sorgten zusätzlich schwache Konjunkturzahlen für weniger Zuversicht an den Börsen.

Zur Monatsmitte entspannte sich die Lage leicht und der DAX konnte sich von den Kursverlusten der vorangegangenen Wochen etwas erholen. Hierzu trugen unter anderem erneute Signale für eine Entspannung im Handelskonflikt zwischen den USA und China bei. Auch sorgte die Einigung Italiens mit der Europäischen Kommission im Streit um das italienische Haushaltsdefizit unterm Strich für eine verhaltene Erleichterung an den Märkten. Die geldpolitische Entscheidung der EZB bewegte die Märkte kaum. ■

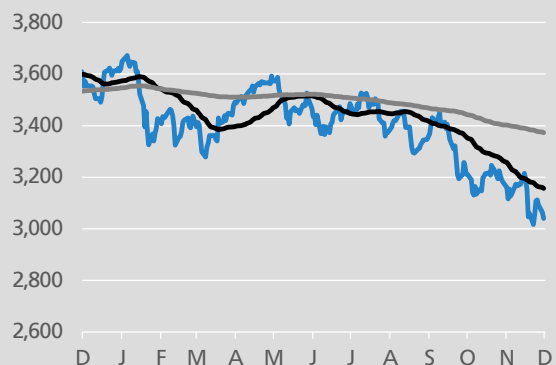
#### Deutscher Aktienmarkt

Dax, 40-/200-Tagesschnitt



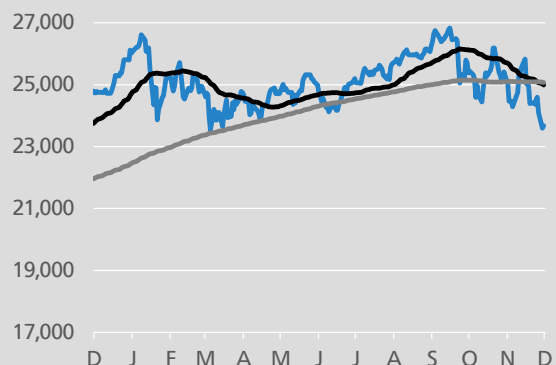
#### Aktienmarkt im Euroraum

Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



#### Aktienmarkt USA

Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjunktur

### Außenhandel vermindert BIP-Anstieg im Euroraum

Nach den inzwischen veröffentlichten, detaillierten Angaben von Eurostat ist die Quartalsrate des preis-, kalender- und saisonbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) des Euroraums von 0,4 % im 2. Quartal auf 0,2 % im 3. Quartal gesunken. Maßgeblich für den Rückgang war der Außenhandel. So stand zuletzt weiterhin steigenden Importen (+0,5 %) eine leichte Verminderung der Exporte (-0,1 %) gegenüber. Der Außenhandel als Ganzes hat daher rechnerisch den BIP-Anstieg um 0,2 Prozentpunkte vermindert. Demgegenüber trugen die expandierenden Konsumausgaben der privaten Haushalte (+0,1 %) und des Staats (+0,2 %) sowie die zunehmenden Bruttoinvestitionen (+0,2 %) erneut zum BIP-Wachstum bei.

### Höhere Industrieproduktion

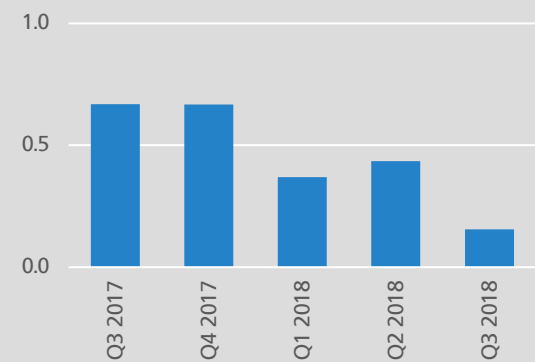
Im Oktober ist die Produktion der Industriebetriebe des Euroraums etwas gestiegen. Gemäß vorläufigen amtlichen Daten expandierte der Ausstoß gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,2 %. Zuvor, im September, war die Industrieproduktion noch um 0,6 % gesunken. Zum Jahresende dürfte die Industrieproduktion angesichts der günstigen Auftragsentwicklung tendenziell weiter zunehmen. So ist der von der EU-Kommission ermittelte Order-Indikator im November leicht um 0,9 Punkte auf 2,3 Punkte gestiegen.

### Verbraucherpreise legen um 1,9 % zu

Der Anstieg der Verbraucherpreise des Euroraums hat sich im November etwas vermindert. Die Inflationsrate, basierend auf dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), ist von 2,2 % im Oktober auf 1,9 % im November gesunken. Für den Rückgang der Gesamtrate waren vor allem die Energiepreise verantwortlich, die sich weniger stark verteuerten als zuvor (+9,1 % gegenüber +10,7 % im Oktober). Auf der Erzeugerstufe hat sich der Preisauftrieb hingegen zuletzt leicht beschleunigt. Die Erzeugerpreise stiegen im Oktober um 4,9 %, nachdem sie im September um 4,6 % zugelegt hatten.

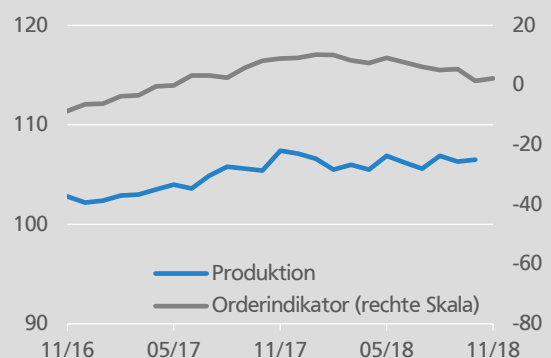
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



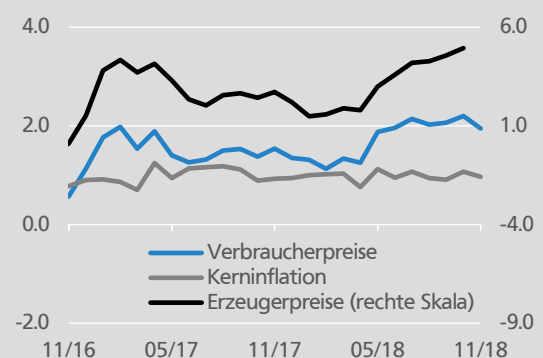
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

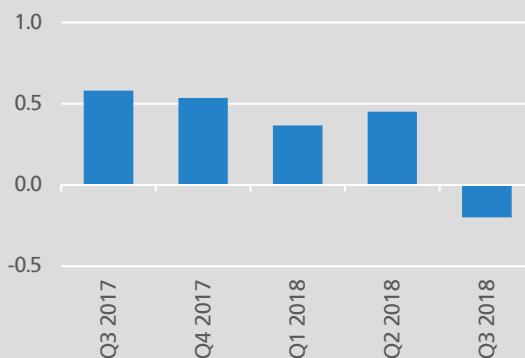
## Abwärtskorrektur der Wachstumseinschätzungen für Deutschland

Der BVR hat, wie bereits auf den ersten Seiten dieser Ausgabe von „Volkswirtschaft Kompakt“ dargelegt, seine Einschätzung zum Wirtschaftswachstum Deutschlands für 2018 und 2019 etwas zurückgenommen. Für die beiden Jahre wird nun ein Anstieg des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 1,5 % bzw. 1,7 % prognostiziert. Im Sommer hatte der BVR noch mit BIP-Zuwachsraten von 2,0 % bzw. 1,8 % gerechnet. Ähnlich wie der BVR haben in den zurückliegenden Wochen auch viele andere Institutionen, wie das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) und die Deutsche Bundesbank, ihre Konjunkturprognosen nach unten korrigiert. Als Gründe für die Abwärtsrevisionen wird vielfach auf das schwierige internationale Umfeld und die Produktionsausfälle in der Autoindustrie im Zuge der Umstellung auf den neuen Abgastest WLTP verwiesen.

In Hinblick auf das zu Ende gehende Jahr 2018 gehen die meisten Fachleute, wie der BVR, von einem Anstieg des preisbereinigten BIP um 1,5 % aus. Die BIP-Prognosewerte für 2019 zeigen jedoch eine merkliche Streuung. Mit seiner Wachstumseinschätzung von 1,7 % befindet sich der BVR im oberen Bereich der jüngsten Konjunkturprognosen. Etwas optimistischer sind die Fachleute des Instituts für Weltwirtschaft (IfW), die in ihrer aktuellen Winterprognose von einem stärkeren Wachstum des Außenhandels und der inländischen Konsumausgaben ausgehen und im Zuge dessen mit einem BIP-Anstieg um 1,8 % rechnen. Deutlich pessimistischer als der BVR sind unter anderem die Konjunkturexperten des ifo Instituts, die jüngst einen Zuwachs um 1,1 % prognostizieren. Ein Grund für den niedrigeren Prognosewert ist die Einschätzung, dass die im 3. Quartal entstandenen Produktionsausfälle bis zum Jahresende wohl nur in sehr geringem Umfang nachgeholt werden. Dadurch startet das BIP in der ifo Prognose mit einem niedrigeren statistischen Überhang in das Jahr 2019 als in der Prognose des BVR erwartet wird (0,2 gegenüber 0,4).

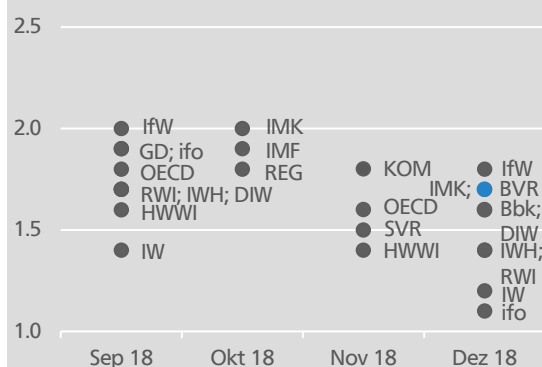
### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

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

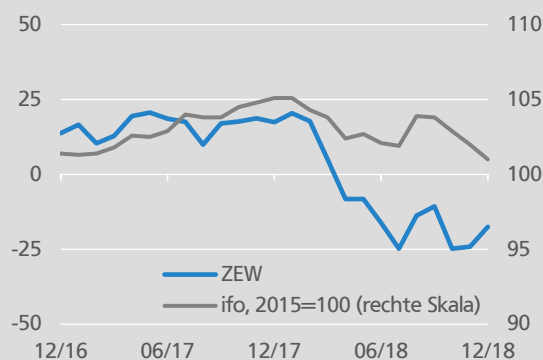
### ZEW-Konjunkturerwartungen stabilisieren sich

Zum Jahresende haben sich die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland gefestigt, nachdem sie zu Jahresbeginn noch deutlich zurückgegangen waren. Der auf einer regelmäßigen Umfrage unter Finanzmarktexperten ermittelte Frühindikator ist von November auf Dezember um 6,6 Punkte auf – 17,5 Punkte gestiegen. Die Konjunkturerwartungen dürften nach wie vor insbesondere durch die globalen Unsicherheiten gedämpft werden. Angesichts der schwachen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung Deutschlands im 3. Quartal gehen die befragten Experten aber offensichtlich für das nächste halbe Jahr weniger stark von einer weiteren Verschlechterung aus. Im Gegensatz zu den ZEW-Konjunkturerwartungen ist der ifo Geschäftsklimaindex im Dezember nochmals zurückgegangen, um 1 Punkt auf 101,0 Punkte. Das Geschäftsklima befindet sich aber weiterhin auf hohem Niveau.

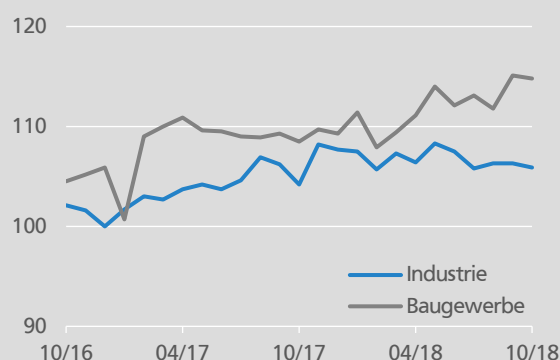
### Mehr Neuaufträge in der Industrie

Die Lage der deutschen Industrie stabilisierte sich im Oktober weiter. Zwar ist die saison- und arbeitstäglich bereinigte Industrieproduktion gegenüber dem Vormonat leicht um 0,4 % zurückgegangen. In dem weniger schwankungsanfälligem und daher für die Konjunkturanalyse besser geeigneten Zweimonatsvergleich September/Oktober gegenüber Juli/August stagnierte der Ausstoß jedoch. Auch im Baugewerbe gab die Produktion im Oktober etwas nach (-0,3 %). Hier war im Zweimonatsvergleich allerdings ein kräftiger Anstieg zu verzeichnen (+2,2 %). Die Industrieproduktion, die im 3. Quartal vor allem wegen des Pkw-Zulassungsstaus merklich zurückgegangen war, dürfte zum Jahresende wieder auf ihren Wachstumspfad einschwenken. Darauf deuten zumindest die industriellen Neuaufträge hin, die im Oktober den dritten Monat in Folge gestiegen sind. Die Bestellungen nahmen mit einer Verlaufsrate von 0,3 % zu. Im Zweimonatsvergleich belief sich das Auftragsplus auf 1,4 %. Die Nachfrageimpulse gingen dabei in erster Linie vom Ausland aus. So legten die Auslandsorders um 2,2 % zu, befördert insbesondere durch die Aufträge aus dem Euroraum (+4,8 %), während die inländischen Bestellungen nahezu unverändert blieben (+0,1 %).

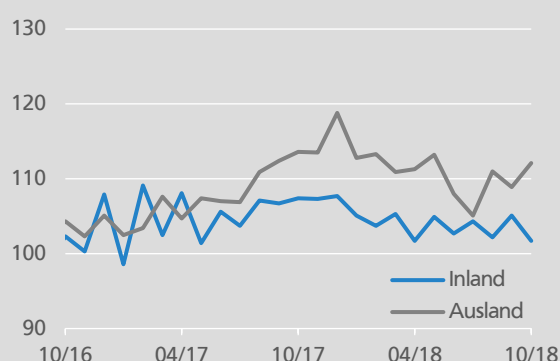
**Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland**  
Saldenwerte, saisonbereinigt



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



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Inflationsrate leicht zurückgegangen

Im November hat sich der Auftrieb der Verbraucherpreise auch in Deutschland etwas abgeschwächt. Der Verbraucherpreisindex (VPI) stieg um 2,3 %, nachdem er im Oktober um 2,5 % zugelegt hatte. Ausschlaggebend für den leichten Rückgang der Inflationsrate waren die Dienstleistungspreise. Diese haben sich im November mit einer Jahresrate von 1,5 % weniger stark verteuert als im Oktober (+1,8 %). Die Energiepreise haben jedoch, entgegen dem allgemeinen Trend, deutlicher zugelegt (+9,3 % nach +8,9 %).

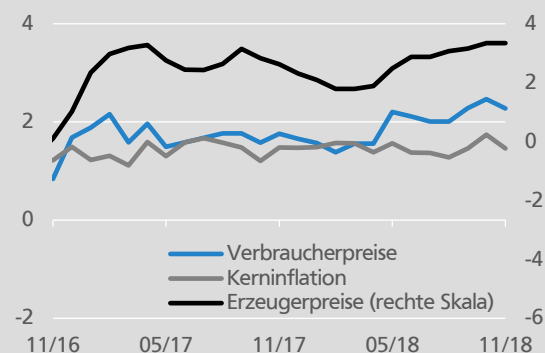
### Merklicher Rückgang der Insolvenzen

Von den deutschen Amtsgerichten wurden im September 1.490 Unternehmens- und 5.212 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Die Zahl der Firmenpleiten ist damit gegenüber dem Vorjahresmonat um deutliche 8,1 % gesunken. Bei den Verbraucherpleiten fiel der Rückgang mit -6,6 % etwas schwächer aus. Die Summe der voraussichtlichen Gläubigerforderungen aus beantragten Unternehmensinsolvenzen wird von den Amtsgerichten für den etwas längeren Zeitraum der Monate Januar bis September auf 17,6 Mrd. Euro geschätzt.

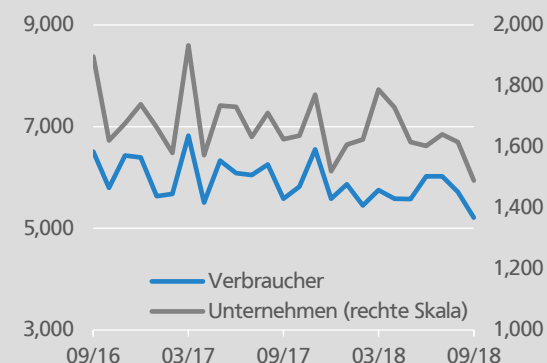
### Arbeitsmarktentwicklung weiterhin günstig

Der Arbeitsmarkt zeigt sich hierzulande unbeeindruckt von der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsdelle des dritten Quartals. Die Arbeitslosenzahl ist von Oktober auf November um 18.000 auf 2,186 Mio. Menschen gesunken. Auch in saisonbereinigter Rechnung war ein spürbarer Rückgang zu verzeichnen (-16.000). Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote gab im Vormonatsvergleich leicht von 5,1 % auf 5,0 % nach. Demgegenüber ist die Erwerbstätigenzahl erneut gestiegen. Sie legte nach jüngsten amtlichen Berechnungen im Oktober saisonbereinigt um 37.000 Personen zu. In naher Zukunft ist mit einem weiteren Beschäftigungsaufbau zu rechnen. Hierauf deuten zumindest der Stellenindex BA-X hin, der sich im November bei unverändert hohen 252 Punkten befindet. ■

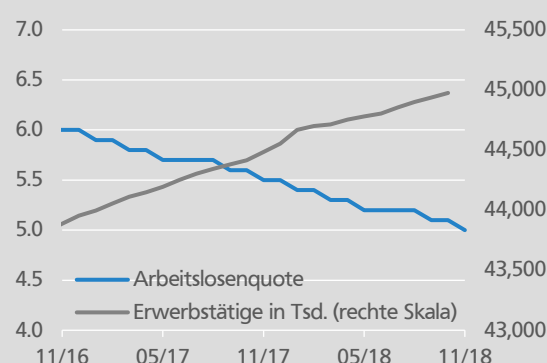
**Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland**  
gg. Vorjahr in Prozent



**Insolvenzen Deutschland**  
Monatliche Fallzahlen



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream