

# 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/termsfuse>

### Terms of use:

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

# VOLKSWIRTSCHAFT KOMPAKT

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

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

## Protektionismus als Wachstumsbremse

Nach Dekaden zunehmender weltwirtschaftlicher Integration und dem Abbau von Handelshemmnissen sind protektionistische Tendenzen derzeit spürbar im Aufwind. Vor allem die angekündigten oder bereits umgesetzten Zollerhebungen der USA haben das handelspolitische Klima deutlich verschlechtert. Der zunehmende Protektionismus ist aus ökonomischer Sicht fatal, da er den materiellen Wohlstand der handelstreibenden Volkswirtschaften vermindert.

Höhere Zölle und andere handelshemmende Maßnahmen bedrohen auch in Deutschland das Wirtschaftswachstum und damit den Wohlstand der Bevölkerung. Vor diesem Hintergrund sollte die Bundesregierung nicht müde werden, sich für den Freihandel einzusetzen. Statt bilaterale Maßnahmen zu ergreifen, sollten multinationale Lösungen für die globalen Handelskonflikte gesucht werden.

Die Bundesregierung ist zudem gefordert, sich auf eine mögliche weitere Eskalation der Handelskonflikte einzustellen. Schätzungen deuten zwar darauf hin, dass die bisher verhängten US-Importzölle die Konjunktur in Deutschland nur wenig dämpfen. Würden jedoch beispielsweise zusätzliche Importzölle auf Autos erhoben, könnte der Aufschwung in Deutschland zum Stillstand kommen. In einem solchen Fall sollte die Regierung aber nicht in Überaktivität verfallen, sondern die automatischen Stabilisatoren wirken lassen. Zusätzlich stabilisierend würde auch eine Verstärkung der Investitionsausgaben in notwendige Infrastrukturprojekte wirken.



### Inhalt

<b>Protektionismus als Wachstumsbremse</b>	<b>2</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	
<b>Finanzmärkte</b>	<b>5</b>
Dr. Jan Philip Weber E-Mail: <a href="mailto:j.weber@bvr.de">j.weber@bvr.de</a>	
<b>Konjunktur</b>	<b>10</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	

## Protektionismus als Wachstumsbremse

### Merkliche Verschlechterung des handelspolitischen Klimas

Der zunehmende Protektionismus im internationalen Handel zählt derzeit zweifellos zu den wichtigsten Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik. Vor allem die angekündigten oder bereits umgesetzten Zollanhebungen der USA haben das handelspolitische Klima deutlich verschlechtert. So hat US-Präsident Donald Trump seit Beginn des Jahres 2018 sukzessive den Import von verschiedenen Produkten wie Solarpaneele, Waschmaschinen, Stahl und Aluminium mit neuen Zöllen belegt. In Reaktion darauf haben die betroffenen Handelspartner, hier vor allem China, aber auch die EU-Staaten, Gegenzölle eingeführt. Unklar ist, ob die Anfang Oktober erzielte Einigung zwischen den USA, Mexiko und Kanada auf ein neues nordamerikanisches Freihandelsabkommen eine Wende zu einer nachhaltigen Entspannung der Handelskonflikte markiert.

Deutschland und die EU als Ganzes waren, mit Ausnahme der Zölle auf Stahl und Aluminium, bisher nur moderat von den US-Handelsmaßnahmen betroffen. Doch ist das kein Grund sich entspannt zurückzulehnen, denn die künftigen handelspolitischen Entscheidungen der USA sind schwer vorherzusagen. Donald Trump hatte noch im Sommer damit gedroht, den Import von Autos und Autoteilen aus der EU mit einem Zoll von bis zu 25 % zu belegen. Mit der Ende Juli zwischen ihm und dem EU-Kommissionspräsidenten Jean-Claude Juncker erzielten Übereinkunft zur Aufnahme weiterer Verhandlungen ist diese Drohung aber erst einmal vom Tisch. Während der Verhandlungen sollen keine neuen Zölle erhoben werden.

### Freihandel bringt enorme Wohlstandsgewinne

Der gestiegene Protektionismus, der in den US-Importzöllen zum Ausdruck kommt, ist aus ökonomischer Sicht fatal. Die klassische Außenhandelstheorie und die Erfahrungen der letzten Jahrzehnte zeigen nämlich, dass nicht der Aufbau von Handelshemmnissen, sondern deren Abbau den materiellen Wohlstand von Volkswirtschaften erhöhen. Die Öffnung von Märkten ermöglicht eine stärkere internationale Arbeitsteilung.

Durch Freihandel werden die Ressourcen besser genutzt und Produktivitätsfortschritte erzielt, was wiederum die Einkommen steigen lässt. Nach Angaben des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ist die vertiefte weltwirtschaftliche Integration hierzulande seit der Wiedervereinigung für etwa die Hälfte des Wachstums der Pro-Kopf-Einkommen verantwortlich. Schätzungen zufolge lägen die reale Einkommen in Deutschland ohne die Handelsliberalisierungen um rund ein Fünftel unter dem tatsächlichen Niveau, was jedoch als Untergrenze für die positiven Handelseffekte anzusehen ist.

### Warum dann Protektionismus?

Obwohl die wohlfahrtssteigernden Effekte des Freihandels bekannt und belegt sind, entscheiden sich Regierungen dennoch zuweilen für protektionistische Maßnahmen. Hierfür gibt es einige theoretische Gründe, die jedoch letztlich wenig überzeugen. Die Entscheidung für einen protektionistischen Kurs könnte zum einen in solchen Fällen erfolgen, in denen Handelsgewinne nur bei einer Minderheit der Bevölkerung anfallen, während die Mehrheit durch die offenen Märkte eher verliert. Die Politik könnte sich in diesen Fällen an den Interessen eines Medianwählers – ein politökonomisches Konzept des Durchschnittswählers – ausrichten, der Handelsliberalisierungen möglicherweise aus persönlichem wirtschaftlichen Interesse ablehnend gegenübersteht. Dem Medianwähler könnte allerdings auch durch die Gestaltung der Steuer- oder Sozialsysteme geholfen werden.

Zum anderen lässt sich mit protektionistischen Maßnahmen theoretisch das Tempo des Strukturwandels vermindern. Viele Unternehmen und Branchen können sich durch den internationalen Handel zwar neue Absatzmärkte erschließen und damit ihr Produktivität steigern. Andere können dagegen im internationalen Wettbewerb nur wenig mithalten und schrumpfen. Wenn die zuletzt genannte Gruppe groß ist, scheint es politisch rational zu sein, sie zu unterstützen. Dem kann jedoch entgegengehalten werden, dass eine protektionistische Politik die Wettbewerbsfähigkeit und Inno-

vationskraft der Wirtschaft langfristig schwächt. Zudem sollte der Staat auch die Interessen der Verbraucher vertreten, die bei offenen Märkten von besseren Gütern und niedrigeren Preisen profitieren können.

Ferner gibt es für große Länder wie die USA einen Anreiz, auf Kosten des Auslands den eigenen Wohlstand durch protektionistische Maßnahmen zu erhöhen. Ein wirtschaftsstarkes Land kann in der Lage sein, etwa durch Importzölle die Preise auf den Weltmärkten zu beeinflussen und damit seinen materiellen Wohlstand zu mehren. Diesem Gedanken liegt allerdings die wenig realistische Annahme zugrunde, dass die Handelspartner darauf nicht reagieren. Wenn ein anderes großes Land Gegenmaßnahmen ergreift, würden beide Länder tendenziell verlieren.

### Konjunkturelle Folgen der Handelskonflikte

Welche Folgen ergaben sich nun konkret aus den zunehmenden protektionistischen Tendenzen für die

konjunkturelle Entwicklung in Deutschland und der EU? Zur Beantwortung dieser Frage wurden bereits verschiedene Analysen durchgeführt, zuletzt unter anderem von den Experten der EZB und den Fachleuten der an der Gemeinschaftsdiagnose teilnehmenden Wirtschaftsforschungsinstitute (siehe Tabelle 1).

Grundlage für diese Analysen sind zum einen zwei sogenannte makroökonomische Mehrländermodelle (EZB) und zum anderen zwei sogenannte dynamische stochastische allgemeine Gleichgewichtsmodelle (Gemeinschaftsdiagnose). Zunächst wird in den Untersuchungen ermittelt, welche Auswirkungen die bisher bereits eingeführten Zölle haben. In einem zweiten Schritt wird beleuchtet, wie sich eine Ausweitung der US-Importzölle auswirken würde. Betrachtet wird, welche Auswirkungen zusätzlich bilateral zwischen den USA und den US-Partnerländern (EZB) bzw. den USA und den EU-Ländern (Gemeinschaftsdiagnose) erhobene Importzölle um 10 % (EZB) bzw. um 25 % (Gemeinschaftsdiagnose) hätten. Zusätzlich wird in der

**Kurzfristige Auswirkungen protektionistischer Maßnahmen**

**Tab. 1**

	EZB-Wirtschaftsbericht 6/2018	Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2018
Szenario	a) es bleibt bei den bisher eingeführten neuen Zöllen b) USA und US-Handelspartner erheben zusätzlich beidseitig Importzölle von 10 %	a) es bleibt bei den bisher eingeführten neuen Zöllen b) USA erheben zusätzlich einseitig Zölle von 25 % auf EU-Importe c) USA und EU erheben zusätzlich beidseitig Zölle von 25 % auf ihre Importe
Wirkungskanäle	<ul style="list-style-type: none"> <li>- höhere Importpreise dämpfen inländische Konsum- und Investitionsausgaben</li> <li>- Substitution verteuert Importwaren durch nicht verteuerte inländische Waren</li> <li>- weitere Dämpfung durch Stimmungseintrübung</li> <li>- Drittstaaten können von Handelsverschiebungen profitieren</li> <li>- höhere Zolleinnahmen werden ausschließlich zur Defizitverminderung verwendet</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- höhere Importpreise dämpfen inländische Konsumausgaben</li> <li>- Substitution verteuert Importwaren durch nicht verteuerte Waren</li> <li>- Zentralbanken erhöhen ihre Leitzinsen, um die Inflation einzudämmen</li> <li>- geringerer Welthandel vermindert den Wettbewerbsdruck und die Produktivität</li> <li>- höhere EU-Zolleinnahmen werden in den USA nachfragewirksam</li> </ul>
Auswirkungen*	a) globale Wirtschaftsaktivitäten werden nur marginal vermindert b) US-BIP dürfte um rund 2 % sinken, Welthandel dürfte um etwa 3 % sinken	a) EU-BIP dürfte um 0.02 % bis 0.06 % sinken b) EU-BIP dürfte um rund 2 % sinken, US-BIP dürfte um rund 0.5 % steigen (im Zuge höherer Zolleinnahmen) c) EU- und US-BIP dürften um rund 2 % sinken

\*im ersten Jahr der Maßnahme (Veränderung gegenüber dem Basisszenario)

Quelle: Zusammenstellung des BVR

Gemeinschaftsdiagnose analysiert, mit welchen Folgen bei einer einseitigen Zollerhöhung der USA um 25 % zu rechnen wäre. Die Wirkungskanäle unterscheiden sich in den Modellen teilweise. So wird in der Analyse der EZB neben dem Handelskanal auch explizit die Wirkung einer Stimmungseintrübung an den Kapitalmärkten betrachtet, während dieser Vertrauenskanal in der Analyse der Gemeinschaftsdiagnose nicht erwähnt wird. Es gibt allerdings auch Gemeinsamkeiten. So wird allgemein angenommen, dass die steigenden Importpreise zu geringeren Konsumausgaben führen (Kaufkrafteffekt) und dass eine Verschiebung der Nachfrage hin zu nicht verteuerten (inländischen) Waren stattfindet.

Im Ergebnis kann aus den genannten Modellschätzungen geschlossen werden, dass die bisher eingeführten Zölle die Wirtschaftsaktivitäten in der EU in der kurzen Frist nur marginal beeinträchtigen. Gemäß den Angaben der Gemeinschaftsdiagnose wird das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Währungsraums im ersten Jahr der Wirkung der bisher eingeführten handelspolitischen Maßnahmen gegenüber dem Basisszenario ohne diese Maßnahmen um weniger als 0,1 % gedämpft. Sollte es aber zu einer weiteren Eskalation der Handelskonflikte mit einer merklichen Ausweitung der Importzölle kommen, könnte das EU-BIP gegenüber einem Basisszenario um rund 2 % zurückgehen. Die EU würde dann in eine Rezession fallen. Für Deutschland wäre eine noch deutlichere Wachstumsdämpfung zu erwarten als in der EU als Ganzes, da die Wirtschaft hierzulande im stärkeren Umfang mit der übrigen Welt verflochten ist.

Durch andere Risiken verstärkt, wäre außerdem noch mit gravierenderen Konsequenzen zu rechnen. So werden von den Ökonomen des Instituts der deutschen Wirtschaft (IW) in einer aktuellen Studie dramatische Folgen eines harten EU-Austritts von Großbritannien prognostiziert. Sollte es bei den Verhandlungen über einen geordneten Brexit zu keiner Einigung kommen, könnte der Handel zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU langfristig um bis zu 50 % einbrechen.

## Wirtschaftspolitische Konsequenzen

Welche Konsequenzen ergeben sich aus den Bedrohungen durch protektionistische Maßnahmen für die hiesige Wirtschaftspolitik? Einerseits sollte sich die Bundesregierung weiterhin für den Freihandel stark machen. Statt bilaterale Maßnahmen zu ergreifen, sollten multinationale Lösungen für die globalen Handelskonflikte gesucht werden. Die Welthandelsorganisation bieten hierfür einen guten Rahmen.

Andererseits ist die Regierung gefordert, sich auf eine mögliche weitere Eskalation der Handelskonflikte einzustellen. Die genannten Analysen deuten zwar darauf hin, dass die bisher verhängten US-Importzölle die gesamtwirtschaftlichen Aktivitäten in Deutschland nur wenig dämpfen. Würden jedoch beispielsweise zusätzliche Importzölle auf Autos erhoben, könnte der Aufschwung in Deutschland zum Stillstand kommen. Im Fall des Eintritts einer Rezession sollte die Bundesregierung aber nicht in Überaktivität verfallen und etwa Konjunkturprogramme auflegen, außer bei einem schweren Wirtschaftseinbruch. Die Regierung wäre dann gut beraten die automatischen Stabilisatoren wirken zu lassen. Zusätzlich stabilisierend würde auch eine Verstärkung der Investitionsausgaben in notwendige Infrastrukturprojekte wirken. ■

## Finanzmärkte

### Robuste Kreditvergabe im Euroraum

Das Kreditwachstum bleibt im Euroraum weiterhin dynamisch. Sowohl für private Haushalte als auch an Unternehmen wuchs der Kreditbestand im September mindestens so kräftig wie im Vormonat. Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Kreditsumme an private Haushalte stieg mit 3,1 % im Jahresvergleich genauso stark wie im August. Im Vergleich zum Juli nahm die Kreditvergabe an die Privaten Haushalte um 15 Mrd. Euro zu.

Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Kreditsumme an Unternehmen lag mit einer Jahreswachstumsrate von 4,3 % nach 4,1 % im Vormonat im September sichtbar höher. Die Wachstumsrate der Kredite an Unternehmen liegt damit so hoch wie seit fast 10 Jahren nicht mehr. Im Monatsvergleich stieg die Unternehmenskreditvergabe um 15 Mrd. Euro.

### Geldmengenwachstum etwas höher

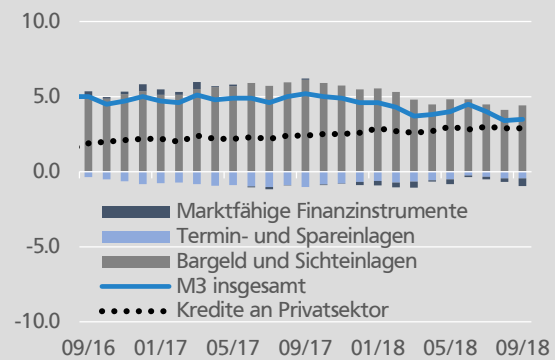
Der Rückgang des Geldmengenwachstums im Währungsraum hat im September vorerst geendet. Erstmals seit Juni 2018 kam es wieder zu einem Anstieg der Geldmengendynamik. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 stieg binnen Monatsfrist von 3,4 % im August auf 3,5 % im September.

Getragen wurde das Wachstum vornehmlich von der besonders liquiden Geldmenge M1. Ihr Wachstumsbeitrag erhöhte sich im September von 4,1 Prozentpunkten auf 4,4 Prozentpunkte. Weniger liquide Spareinlagen belasteten das Geldmengenwachstum um -0,5 Prozentpunkte. Der Beitrag der marktfähigen Finanzinstrumente lag im September bei -0,5 Prozentpunkten.

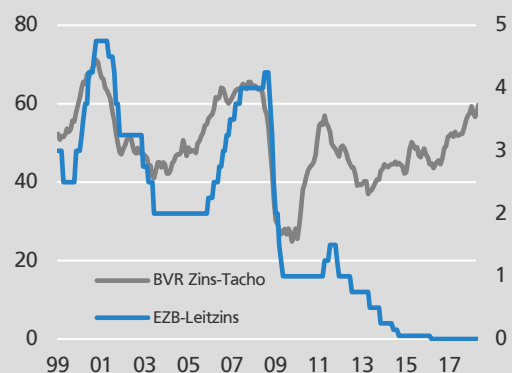
### Inflationsrisiko im Euroraum bleibt konstant

Der BVR Zins-Tacho zeigt für den Euroraum ein unverändert moderates Inflationsrisiko an. Das Barometer zur Messung des mittelfristigen Inflationsdrucks notierte im Oktober bei 58 von 100 möglichen Punkten. Damit liegt der Tacho auf dem gleichen Niveau wie einen Monat zuvor im September. Bereits im August hatte der Zins-Tacho bei 58 Zählern gelegen.

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



**BVR Zins-Tacho**  
in Punkten



	Aug. 18	Sep. 18	Okt. 18
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>58</b>
Konjunktur (50 %)	69	68	67
Preise/Kosten (40 %)	48	49	50
Kreditdynamik (10 %)	42	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

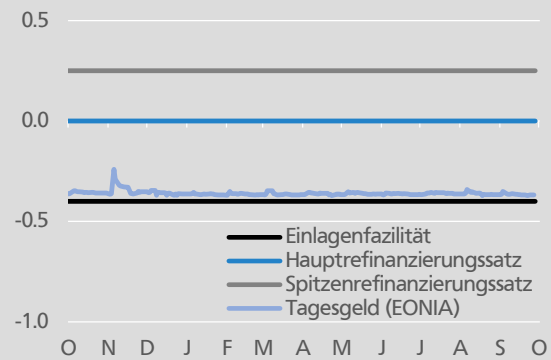
Den größten Anteil am Inflationsdruck trug im Oktober erneut die Konjunktur im Währungsraum. Der Punktestand des Unterindikators Konjunktur betrug 67 Punkte im Oktober. In den vergangenen zwei Monaten war es zu einem leichten aber stetigen Rückgang gekommen von je 1 Punkt pro Monat. Der preistreibende Einfluss der Kreditvergabe blieb derweil auf einem eher niedrigeren Niveau von 42 Zählern. Der Unterindikator der Preise und Kosten innerhalb des Euroraums stieg hingegen im Monatsvergleich leicht um jeweils 1 Punkt pro Monat an, was einem leicht höheren Teuerungsdruck von Seiten der Preise und Kosten gleichkommt. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem steigende Lohnstückkosten im Währungsraum.

### Geldmarktzinsen wenig verändert

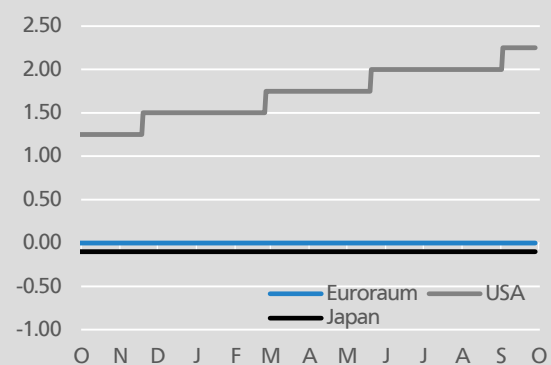
Die Geldmarktzinsen im Euroraum haben sich in den ersten dreieinhalb Oktoberwochen nur geringfügig von der Stelle bewegt. Der Tagesgeldsatz notierte im Monatsschnitt wie schon im September bei -0,36 %. Der 3-Monats-Euribor lag am 23. Oktober derweil unverändert auf seinem Vormonatsultimo von -0,32 %. Der 12-Monats-Euribor hingegen legte im Vergleich zum Vormonatsultimo leicht um 1 Basispunkt auf -0,15 % zu.

Der Jahresvergleich zeichnet ein ähnliches Bild vom Geldmarkt. Während der Dreimonatszins in den vergangenen 12 Monaten um 1 Basispunkt zulegen, verzeichnete der Zwölfmonatszins einen Anstieg von 3 Basispunkten im Vergleich zum Vorjahresmonat. Grund für den Anstieg am längeren Ende dürfte die von der EZB bislang für den Herbst kommunizierte Zinswende sein.

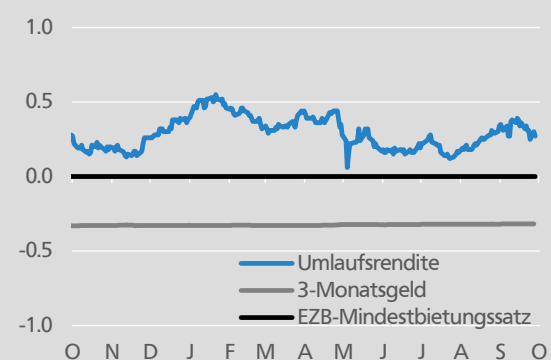
Wichtige Zinsen im Euroraum  
in Prozent



Notenbankzinsen international  
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen  
in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream



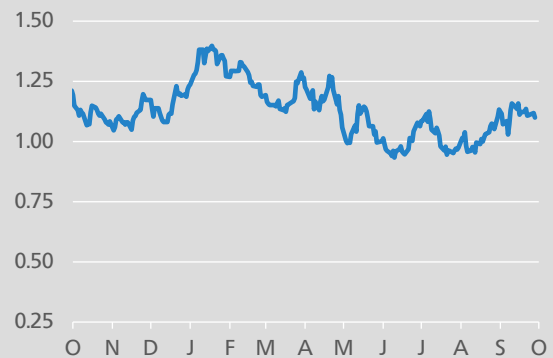
### Hoher Vertrauensverlust Italiens am Rentenmarkt

Italien hat im Oktober die europäischen Märkte in Atem gehalten. Nachdem es zunächst so ausgesehen hatte, dass sich die Anleihemärkte weiter normalisieren würden, sorgte die italienische Regierung in Rom mit ihren neuen Haushaltsplänen für große Verunsicherung innerhalb der Europäischen Union und unter den Anlegern. Zu Monatsbeginn hatte das italienische Parlament der umstrittenen Finanzplanung der Regierung zugestimmt, die eine deutlich höhere Neuverschuldung vorsieht. Damit wird die italienische Staatskasse von den steuersenkenden Rechtspopulisten auf der einen und ausgabenfreudigen Linkspopulisten auf der anderen Seite zunehmend in die Mangel genommen. Die EU-Kommission sieht im Haushaltsentwurf der italienischen Regierung schwere Verstöße gegen die Regeln der Eurozone und in den Plänen zur Neuverschuldung eine noch nie dagewesene Abweichung von den Kriterien des Stabilitätspaktes. Viele Investoren fühlten sich in diesem Zusammenhang an die Euro-Schuldenkrise erinnert. Italienische Staatspapiere reagierten auf die Pläne aus Rom mit zum Teil massiven Renditeaufschlägen.

In dieser Gemengelage war Sicherheit besonders gefragt. Zudem sorgte in der ersten Monathälfte die Verunsicherung über die weitere Entwicklung der Konjunkturen dies- wie jenseits des Atlantiks sowie über die weitere Entwicklung der schwächelnden Aktienmärkte für eine erhöhte Nachfrage nach Bundesanleihen. Davon profitierten Bundesanleihen ganz besonders. Trotz der steigenden Zinsvorgaben aus Übersee kam es damit zu einem Rückgang der Renditen von Bundesanleihen. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere sank im Oktober um 4 Basispunkte auf 0,27 %. Die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit fiel im gleichen Zeitraum um 6 Basispunkte auf 0,42 %. In den USA kam es im Vergleich zum Vormonatsultimo hingegen zu einem Renditeanstieg in Höhe von 11 Basispunkten auf 3,17 %. Hier sorgten vor allem neue Zinsfanatiasen für steigende Renditen, während der dämpfende Effekt der italienischen Budget-Pläne kaum eine Rolle für US-Treasuries spielte.

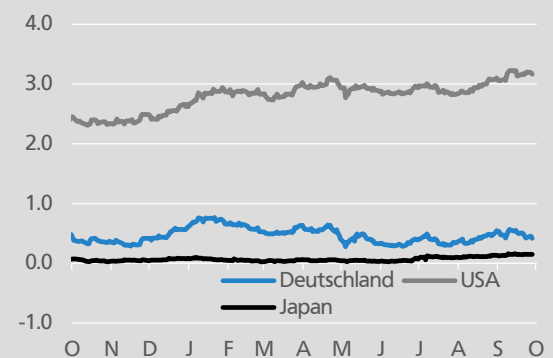
#### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



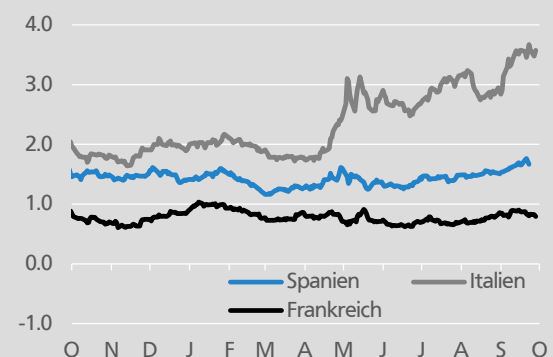
#### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



#### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Thomson Reuters Datastream



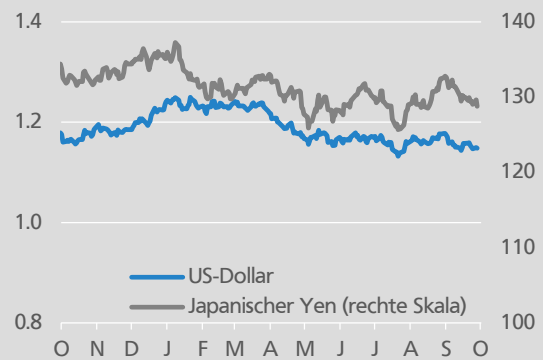
## Euro verliert leicht gegenüber Dollar

Der Euro-Dollar Kurs ist im Oktober leicht zurückgegangen. Der Wechselkurs notierte am 23. Oktober bei knapp 1,15 US-Dollar. Das war 1 US-Cent weniger als noch Ende des letzten Monats. Steigende Zinsen und Zinserwartungen in den USA hatten dem Greenback im Oktober Auftrieb gegeben und den Euro im Gegenzug belastet. Der am Devisenmarkt hoch im Kurs stehende Arbeitsmarktbericht der US-Regierung für den Monat September hatte dem US-Dollar allerdings keinen weiteren Schwung geben können. Zwar war die US-Arbeitslosenquote auf den tiefsten Stand seit rund 50 Jahren gefallen. Allerdings fiel die Zahl der neuen Stellen deutlich niedriger aus als im Vorfeld erwartet worden war.

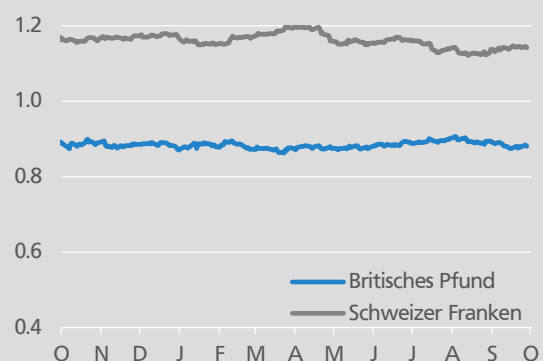
Darüber hinaus dämpften die Sorgen über die Haushaltsplanung in Italien die Stimmung am europäischen Devisenmarkt. Ebenfalls belastete die Hängepartie in den Verhandlungen über einen geregelten Austritt Großbritanniens aus der EU den Euro. Auch das Pfund musste in diesem Zusammenhang Federn lassen und verlor gegenüber dem US-Dollar.

Die Gespräche der Staats- und Regierungschefs auf dem EU-Gipfel im Oktober hatten keine entscheidenden Fortschritte gebracht. Allerdings scheint vielen Anlegern eine längere Übergangsfrist nach dem Brexit eine mögliche erste Lösung zu sein, für die sich auch die britische Regierungschefin Theresa May offen zeigte. Kommissionschef Jean-Claude Juncker blieb sich nach dem Gipfel optimistisch und betonte, dass es durchaus noch eine reale Chance auf eine Lösung gäbe.

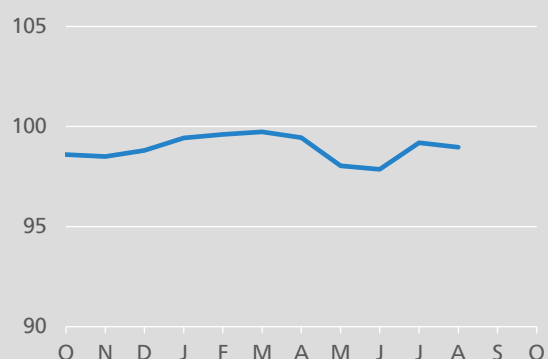
**Euro-Wechselkurs (I)**  
Auslandswährung pro Euro



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



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream

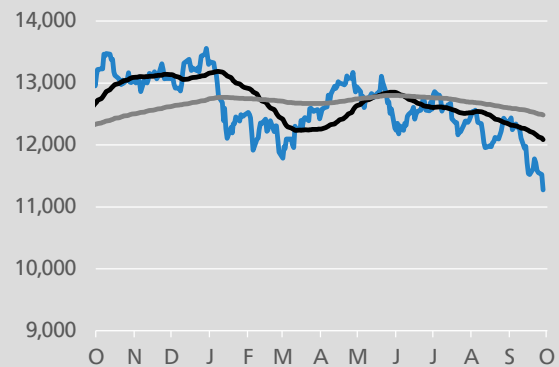
### Aktienmärkte mit herben Verlusten im Oktober

Der Oktober war für die Aktienmärkte kein guter Monat. Die Börsen dies- wie jenseits des Atlantiks erlitten in den vergangenen Wochen deutliche Verluste. Der DAX verlor bis zum 23. Oktober 7,9 % seines Vormonatsultimos und notierte damit zuletzt bei 11.274 Punkten. Der Dow Jones verlor im gleichen Zeitraum 4,8 % und notierte damit bei 25.191 Zähler.

Grund für die Schwäche der Börsen war die Angst der Anleger vor einer schwächeren Konjunktur im Euroraum aber auch weltweit. Im weiteren Monatsverlauf belasteten zum Teil enttäuschende US-Firmenbilanzen die Aktienmärkte dies- wie jenseits des Atlantiks. Darüber hinaus trübten gestiegene US-Zins-erwartungen die Stimmung. So hatten die veröffentlichten Protokolle der jüngsten Fed-Sitzung Hinweise darauf gegeben, dass die US-Notenbank schneller an der Zinsschraube drehen werden als bislang gedacht. Auch belastete die Unsicherheit über den weiteren Fortgang der Handelskonflikte der USA mit seinen Handelspartnern. Die italienischen Staatshaushaltspläne sowie die Brexit-Unsicherheiten ließen überdies die Anleger vorsichtiger agieren. ■

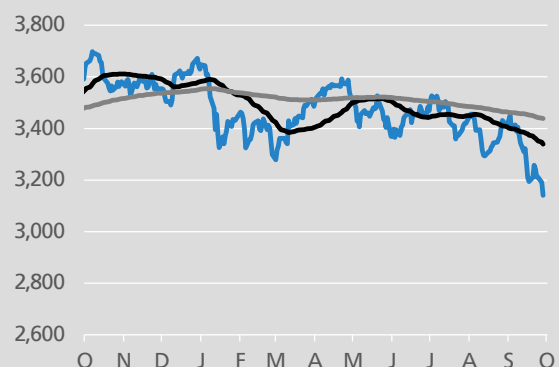
#### Deutscher Aktienmarkt

Dax, 40-/200-Tagesschnitt



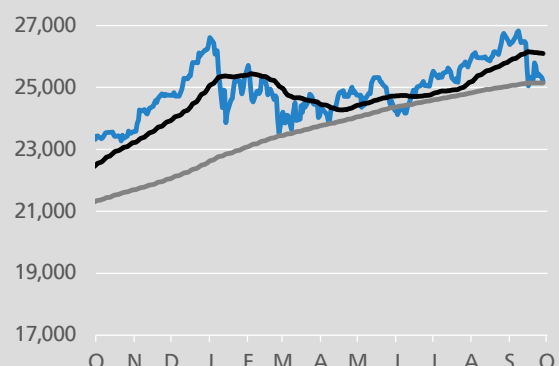
#### Aktienmarkt im Euroraum

Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



#### Aktienmarkt USA

Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjunktur

### Anhaltendes Wachstum im Euroraum

Das Wirtschaftswachstum des Euroraums vom ersten Halbjahr dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte fortsetzen. Zu dieser Einschätzung kommen zumindest die Fachleute des deutschen ifo Instituts, des italienischen Statistikamts Istat und der Schweizer Konjunkturforschungsstelle KOF in ihrem aktuellen gemeinsamen Ausblick. Das BIP des Euroraums wird demnach sowohl im dritten als auch im vierten Quartal mit einer Verlaufsrate von 0,4 % steigen. Der Ausblick sei allerdings mit einigen Abwärtsrisiken behaftet, die vor allem aus dem globalen Umfeld stammen. Genannt werden die Risiken aus Spannungen in den internationalen Handelsbeziehungen und aus einer möglichen Ausweitung der Währungskrisen in einigen Schwellenländern.

### Höherer Industrieausstoß

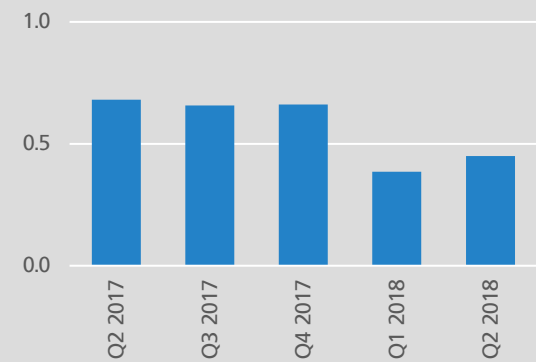
Im August haben die Industriebetriebe des Euroraums ihre Erzeugung sichtlich erhöht. Die preis-, kalender- und saisonbereinigte Industrieproduktion ist im Vormonatsvergleich um 1,0 % gestiegen. Damit konnten die Rückgänge vom Juni und Juli mit jeweils -0,7 % größtenteils wieder ausgeglichen werden. Die Industrieproduktion dürfte künftig weiter expandieren. Hier auf deutet zumindest der Order-Indikator hin, der im September um 0,4 Punkte auf 5,4 Punkte zulegte.

### Inflationsrate auf 2,1 % gestiegen

Die Inflationsrate des Währungsraums, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), ist jüngst von 2,0 % im August auf 2,1 % im September gestiegen. Sie befindet sich damit den vierten Monat in Folge leicht über dem mittelfristigen Zielwert der Europäischen Zentralbank von knapp 2 %. Zum Anstieg der Gesamtrate trugen die Energie- und Nahrungsmittelpreise bei, die sich im September stärker verteuerten als zuvor. Die Kerninflationsrate, ohne Berücksichtigung von Energie und Nahrungsmitteln, verharrte hingegen im September auf ihrem Vormonatsstand von 0,9 %.

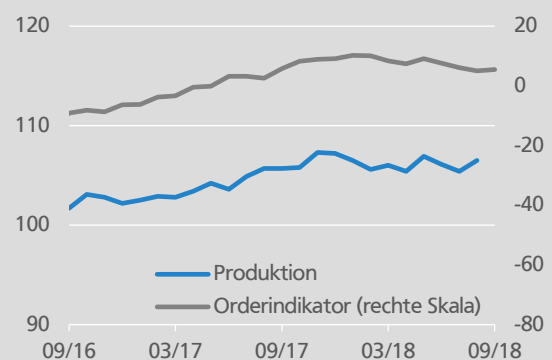
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



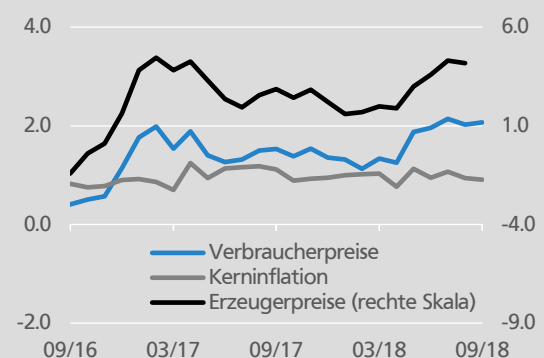
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Wachstumsdynamik dürfte hierzulande nachlassen

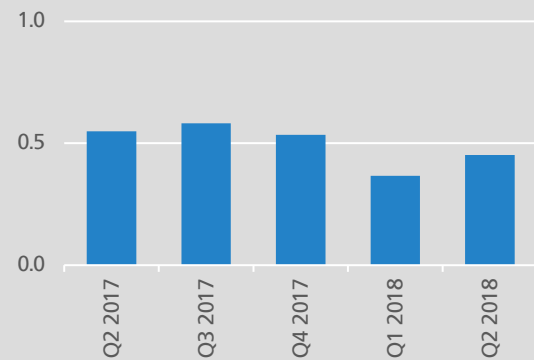
Trotz der schwächeren Gangart der Weltwirtschaft und der zunehmenden globalen Unsicherheiten (Stichworte: Handelskonflikte, möglicher harter Brexit, Haushaltsstreit in Italien, hohe Schulden in den Schwellenländern) hält in Deutschland der Aufschwung im Herbst 2018 an. Allerdings signalisieren Frühindikatoren wie der ifo Geschäftsklimaindex und der Industrieauftragseingang, dass das Tempo der gesamtwirtschaftlichen Expansion in der zweiten Jahreshälfte nachgelassen hat. Schätzungen des BVR legen für das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) eine Wachstumsabschwächung von 0,5 % im zweiten Quartal auf 0,2 % im dritten Quartal nahe. Im laufenden vierten Quartal dürfte das Wirtschaftswachstum dann wieder etwas an Fahrt aufnehmen. Erste amtliche Angaben zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im dritten Quartal wird das Statistische Bundesamt am 14. November veröffentlichen.

Ungeachtet der gestiegenen globalen Unsicherheiten hält der BVR im Wesentlichen an dem Konjunkturbild eines sich fortsetzenden Aufschwungs fest. Vor dem Hintergrund der erwarteten Wachstumsabschwächung im zweiten Halbjahr 2018 zeichnet sich für das gesamte Jahr aber ein leicht schwächerer Anstieg des preisbereinigten BIP ab, als noch im Sommer erwartet worden war. Der im Sommer vorgestellte BIP-Prognosewert von 2,0 % in 2018 dürfte daher leicht unterschritten werden. Für 2019 wird aber weiterhin davon ausgegangen, dass das preisbereinigte BIP um 1,8 % expandieren wird.

Mit seiner Wachstumseinschätzung für Deutschland 2019 befindet sich der BVR im Mittelfeld der jüngsten Konjunkturprognosen. So gehen beispielsweise die Fachleute der Bundesregierung in ihrer Herbstprojektion ebenfalls davon aus, dass das preisbereinigte BIP um 1,8 % steigen wird. Eine Aktualisierung der Prognose zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung Deutschlands wird der BVR Mitte Dezember in einer neuen Ausgabe von „Volkswirtschaft Kompakt“ vorlegen.

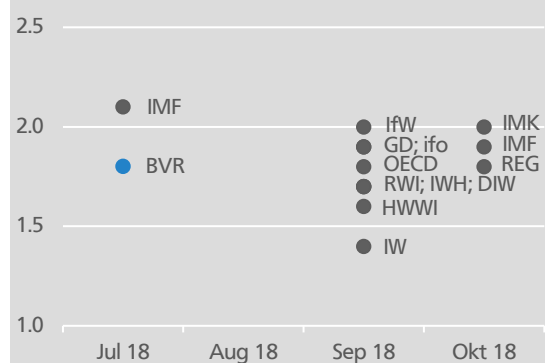
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

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

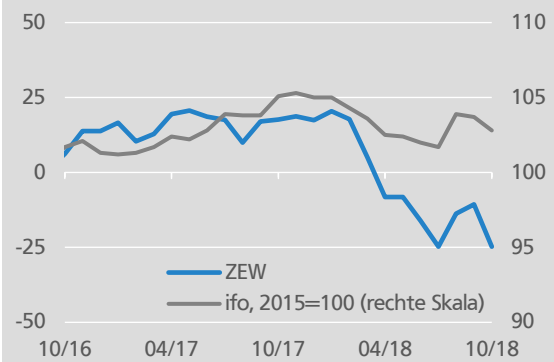
### Stimmungsindikatoren geben nach

Im Oktober sind die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland merklich zurückgegangen. Der Indikator ist gegenüber September um 14,1 Punkte auf -24,7 Punkte gesunken, nachdem er in den beiden Vormonaten gestiegen war. Zur erneuten Eintrübung der Konjunkturerwartungen dürften unter anderem die Sorgen vor einer weiteren Eskalation des Handelskonflikts zwischen den USA und China, die Ängste vor einem möglichen harten Brexit und die Zweifel an der künftigen Tragfähigkeit der italienischen Staatsfinanzen beigetragen haben. Nicht nur die ZEW-Konjunkturerwartungen, auch der ifo Geschäftsklimaindex ist im Oktober gesunken. Er ging um 0,9 Punkte auf 102,8 Punkte zurück und entfernt sich damit wieder von seinem Höchststand von Ende 2017.

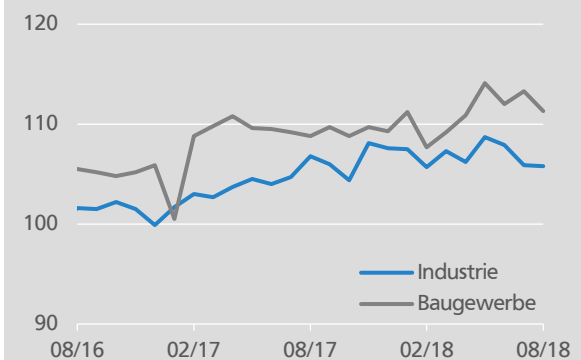
### Stagnierende Industrieproduktion

Nach zwei Monaten mit rückläufiger Entwicklung hat die deutsche Industrie im August wieder mehr Neuaufträge erhalten. Der preis-, kalender- und saisonbereinigte Auftragseingang ist gegenüber dem Vormonat um merkliche 2,0 % gestiegen. Im Juni und Juli hatten sich die Orders noch mit Verlaufsdaten von -3,9 % bzw. -0,9 % vermindert. Maßgeblich für den Bestellzuwachs im August waren die Aufträge aus dem Nicht-Euro-Raum, die um kräftige 11,1 % zulegten. Die Bestellungen aus dem Euroraum (-2,2 %) und aus dem Inland (-2,9 %) sind hingegen gesunken. Insgesamt lassen die Auftragsdaten erkennen, dass sich der Zulassungstau im Zuge der Einführung des neuen PKW-Abgasfahrzyklus (WLTP) allmählich auflöst. Dieser Zulassungstau hatte die Auftragsentwicklung in den Vormonaten spürbar gedämpft. Die Industrieproduktion stagnierte im August im Wesentlichen (-0,1 %). Im Juli war sie noch um deutliche 1,9 % zurückgegangen, wozu auch der PKW-Zulassungstau beigetragen hatte. Im Baugewerbe ist die Produktion im August gesunken. Sie fiel um 1,8 %, nachdem sie im Vormonat noch um 1,2 % expandiert war. Angesichts der günstigeren Entwicklung der Neuaufträge und des hohen Auftragsbestands der Industriebetriebe ist in naher Zukunft wieder mit einem Produktionswachstum zu rechnen.

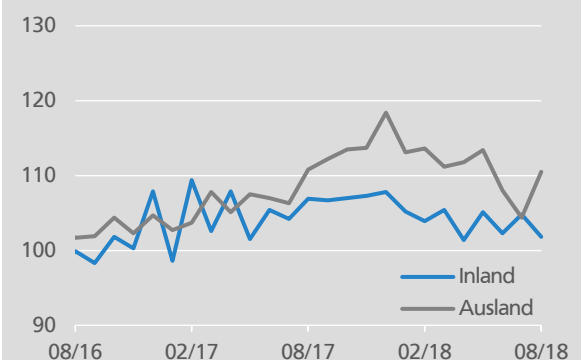
**Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland**  
Saldenwerte, saisonbereinigt



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



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Stärkerer Preisauftrieb

Im September lag der Verbraucherpreisindex (VPI) Deutschlands um 2,3 % über seinem Vorjahresstand. Die Inflationsrate war damit so hoch wie seit Ende 2011 nicht mehr. Im August hatte sie noch bei 2,0 % gelegen. Treibender Faktor der Gesamtrate sind nach wie vor die Energie- und Nahrungsmittelpreise, die sich kräftiger erhöhten als zuvor. Vor dem Hintergrund der deutlich steigenden Industrie-Erzeugerpreise und der insgesamt sichtlich aufwärtsgerichteten Verdienste dürfte der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe in den kommenden Monaten hoch bleiben.

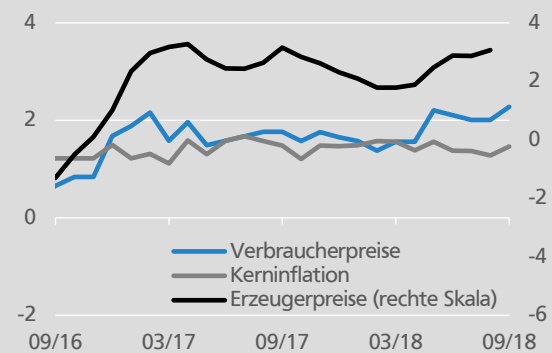
### Leichter Anstieg der Firmenpleiten

In Deutschland sind die Unternehmensinsolvenzen im Juli zunächst nicht weiter zurückgegangen. Die Amtsgerichte erfassten 1.641 Firmenpleiten und damit 1,8 % mehr Fälle als im Vorjahresmonat. Die Zahl der Verbraucherinsolvenzen gab jedoch erneut nach. Sie ist binnen Jahresfrist um 0,4 % auf 6.025 gesunken. Im längerfristigen Vergleich der Monate Januar bis Juli haben sich aber sowohl die Unternehmens- als auch die Verbraucherinsolvenzen vermindert. Sie sind gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um 1,9 % bzw. 4,3 % zurückgegangen.

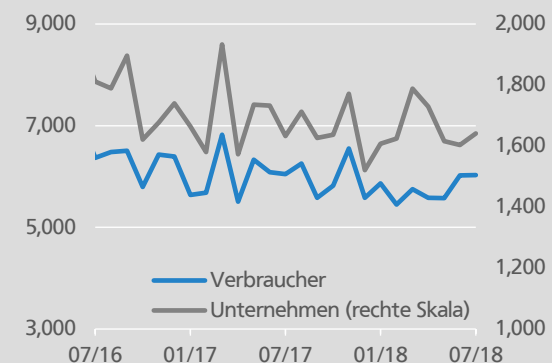
### Merkliche Herbstbelebung am Arbeitsmarkt

Der Arbeitsmarkt stand im September im Zeichen einer Belebung, die über das saisonal zu erwartende Ausmaß nach dem Ende der Sommerpause hinausgeht. Die Arbeitslosenzahl ist gegenüber August um 94.000 auf 2,256 Mio. Menschen zurückgegangen. In der um die üblichen jahreszeitlichen Faktoren bereinigten Rechnung gab die Arbeitslosenzahl um 23.000 Personen nach, was auf eine noch immer gute Konjunkturlage schließen lässt. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote ist von August auf September um 0,1 Prozentpunkte auf 5,1 % gesunken. Im Gegensatz zur Arbeitslosigkeit ist die Erwerbstätigenzahl weiterhin aufwärtsgerichtet. Sie stieg nach jüngsten amtlichen Schätzungen im August gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 31.000 Menschen. ■

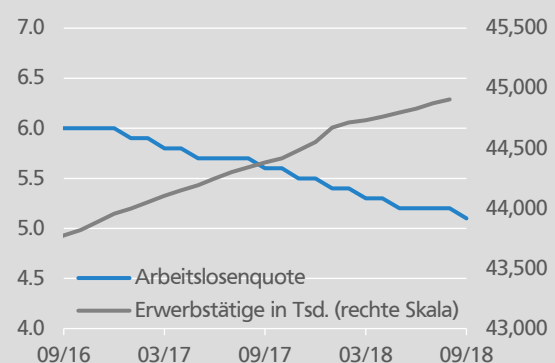
**Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland**  
gg. Vorjahr in Prozent



**Insolvenzen Deutschland**  
Monatliche Fallzahlen



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream