

# 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)

## EZB sollte Normalisierung der Zinsen nicht verschleppen

Scheinbar losgelöst von der guten konjunkturellen Entwicklung blieben die Inflationsraten in Deutschland und im Euroraum in den vergangenen Jahren unerwartet niedrig. Wichtige Gründe für den schwachen Anstieg der Verbraucherpreise sind der zeitweise Rückgang der Rohölpreise und die zurückhaltende Lohnentwicklung. Auch die Folgen der voranschreitenden Digitalisierung und Globalisierung dürften zur Preismoderation beigetragen haben.

Für die nahe Zukunft zeichnet sich aber ein stärkerer Preisauftrieb ab. In Deutschland und im Euroraum wird sich der Konjunkturaufschwung voraussichtlich fortsetzen. Verbunden mit einer zunehmenden Arbeitsmarktauslastung dürfte dies zu einem beschleunigten Anstieg der Verbraucherpreise führen. Auch von den Rohölpreisen wird voraussichtlich eine preisstärkende Wirkung ausgehen, wenn auch nur in moderatem Umfang. Für Deutschland zeichnet sich nach aktuellen Schätzungen des BVR ein Anstieg der Inflationsrate von 1,6 % in 2018 auf 1,8 % in 2019 ab.

Es ist allerdings auch denkbar, dass die Inflationsraten deutlicher steigen werden als allgemein erwartet. So könnte sich der Grad der Arbeitsmarkt-Unterauslastung im Euroraum schneller auflösen und zu einer höheren Lohn- und damit Preisdynamik führen. Für diesen Fall sollte sich die Europäische Zentralbank (EZB) nicht auf dem falschen Fuß erwischen lassen. Der EZB-Rat hat in seiner jüngsten Sitzung am 14. Juni das Auslaufen des Anleihekaufprogramms zum Jahresende 2018 angekündigt. Nun sollte möglichst bald auch ein Ausstieg aus den historisch niedrigen Leitzinsen vollzogen werden.



### Inhalt

### Seite

#### EZB sollte Normalisierung der Zinsen nicht verschleppen

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)

## EZB sollte Normalisierung der Zinsen nicht verschleppen

Scheinbar losgelöst von der guten konjunkturellen Entwicklung blieb der Preisauftrieb in Deutschland und im Euroraum in den vergangenen Jahren unerwartet moderat. Angesichts eines künftig möglicherweise stärker als allgemein erwarteten Verbraucherpreisanstiegs sollte die Europäische Zentralbank (EZB) aber möglichst früh nach dem Auslaufen des Anleihekaufprogramms zum Jahresende 2018 ihre Leitzinsen anheben. Die EZB möchte die Zinsen bis mindestens Sommer 2019 unverändert lassen.

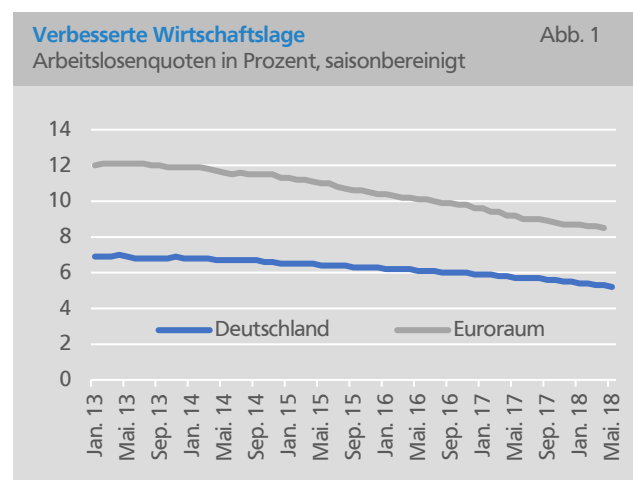
### Inflationsraten trotz guter Konjunktur niedrig

Die Preisentwicklung ist derzeit für viele Volkswirte ein Mysterium. Trotz merklichen Wirtschaftswachstums und rückläufiger Arbeitslosigkeit befinden sich die Inflationsraten in den fortgeschrittenen Staaten vielfach auf vergleichsweise niedrigen Niveaus. Dies widerspricht der ökonomischen Intuition, die einen engen negativen Zusammenhang zwischen der Lohn- beziehungsweise Preisentwicklung auf der einen Seite und der Arbeitslosenquote auf der anderen Seite nahelegt. Dieser Zusammenhang wird in makroökonomischen Lehrbüchern häufig in Form einer stilisierten Kurve beschrieben, der nach dem australisch-britischen Ökonomen A.W. Phillips benannten Phillips-Kurve.

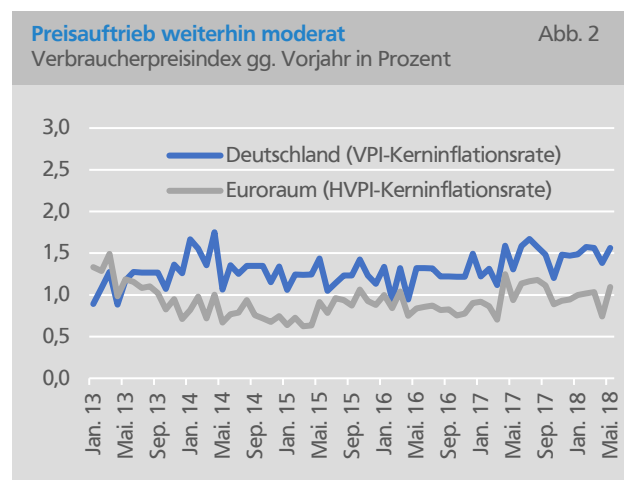
Auch in Deutschland und im Euroraum als Ganzes gibt die Preisentwicklung Rätsel auf. Die hiesige Wirtschaft befindet sich bereits seit 2013 in einem soliden Aufschwung, der zuletzt in eine Hochkonjunktur mün-

dete. Am deutschen Arbeitsmarkt werden bei den Beschäftigtendaten immer neue Rekorde gefeiert. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote, die Mitte der 2000er Jahre noch bei über 10 % lag, befindet sich aktuell bei rund 5 % (Abb. 1). In vielen Regionen herrscht Vollbeschäftigung. Arbeitskräfte werden zunehmend knapp. Im Euroraum kam die Konjunktur wegen der europäischen Staatsschuldenkrise zwar etwas langsamer in Gang als in Deutschland. Hier zeigte sich die wirtschaftliche Erholung aber zuletzt ebenfalls sehr dynamisch und breit angelegt. Die Arbeitslosenquote, die während der Krise teilweise auf über 12 % gestiegen war, fiel zuletzt unter die 9-Prozent-Marke.

In den amtlichen Preisdaten scheint sich die gute Wirtschafts- und Arbeitsmarktentwicklung aber noch nicht so recht niederschlagen. So tendieren die Kerninflationsraten, die den Preisauftrieb ohne Berücksichtigung der teilweise sehr stark variierenden Nahrungsmittel- und Energiepreise messen, in Deutschland und im Euroraum bereits seit einiger Zeit auf vergleichsweise niedrigen Niveaus seitwärts. Die Kerninflationsrate Deutschlands, die wie die Gesamtinflationsrate üblicherweise anhand des nationalen Verbraucherpreisindex (VPI) gemessen wird, schwankt seit einigen Monaten um die 1,5 Prozent-Marke (Abb. 2). Die Kerninflationsrate des Euroraums, basierend auf dem für europäische Vergleiche Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), pendelt um die Marke von 1 %.



Quelle: Thomson Reuters Datastream



Quelle: Thomson Reuters Datastream

In diesem Beitrag wird untersucht, warum die Inflation trotz der guten Konjunktur bislang noch nicht an Fahrt aufgenommen hat. Darüber hinaus wird der Frage nachgegangen, wie sich die Preise in Zukunft entwickeln werden. Diesen Fragen kommt auch aus geldpolitischer Sicht eine hohe Relevanz zu. Sollte es zu einer unerwartet raschen Normalisierung der Preisentwicklung kommen, wäre ein deutlich schnellerer Anstieg der Leitzinsen der EZB notwendig, als derzeit erwartet wird. An den Finanzmärkten wird auf einen Zweijahreshorizont hin lediglich mit einem Leitzinsanstieg von etwa 0,5 Prozentpunkten gerechnet.

### Energiepreise wirkten lange Zeit dämpfend

In der Vergangenheit wurde die Preisentwicklung in Deutschland und im Euroraum weniger durch die Konjunktur, sondern eher durch stark schwankende Energie- und Nahrungsmittelpreise beeinflusst. So haben die Energiepreise den Anstieg des deutschen VPI in den Jahren 2015 und 2016 merklich gedämpft (siehe Abb. 3). Hauptgrund hierfür waren die Rohölpreise, die zuvor angesichts einer merklichen Angebotsausweitung (Stichwort: Fracking) und einer global eher gedämpften Nachfrage erheblich nachgegeben hatten. Der Preis der Nordsee-Sorte Brent war von rund 110 US-Dollar je Barrel zur Jahresmitte 2014 bis zum Jahresanfang 2015 auf knapp 50 US-Dollar eingebrochen und gab dann nochmals nach, sodass er zur Jahresbeginn 2016 zeitweise sogar unter die Marke von

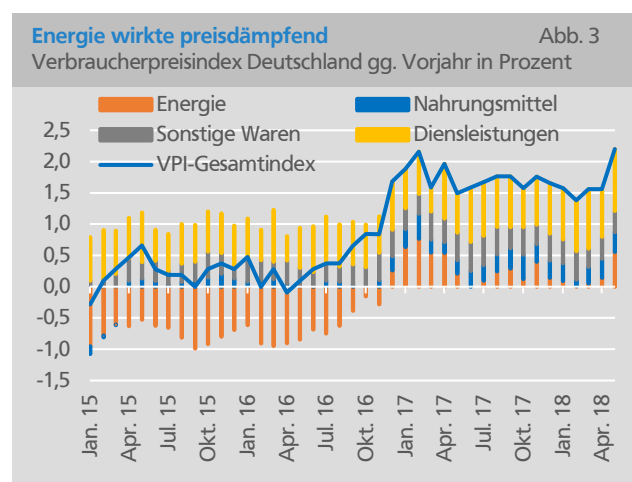
30 US-Dollar fiel. Seitdem tendieren die Rohölpreise moderat aufwärts, wozu nicht zuletzt die anziehende weltwirtschaftliche Dynamik beigetragen habe dürfte. Zuletzt befand sich der Brent-Preis bei etwa 75 US-Dollar je Barrel. Im Zuge der Ölpreiserholung geht seit Jahresbeginn 2017 wieder eine Steigerungswirkung auf die Inflationsrate aus.

Auch jüngst, im Mai 2018, waren vor allem die Energiepreise (Preise für Haushaltsenergie und Kraftstoffe) für den Anstieg der deutschen Inflationsrate verantwortlich. Die Gesamtrate ist von 1,6 % im März und April auf 2,2 % im Mai gestiegen. Sie befindet sich damit auf den höchsten Stand seit Februar 2017. Die Kerninflationsrate ohne Berücksichtigung der schwankenden Energie- und Nahrungsmittelpreise blieb jedoch nach wie vor niedrig. Sie lag im Mai bei 1,6 %. Ähnliche Entwicklungen zeigen sich auch für den Euroraum als Ganzes. Hier lag die Kerninflationsrate zuletzt, im Mai, bei 1,1 %.

### Löhne bisher wenig preistreibend

Viele Ökonomen sehen in der Lohnentwicklung einen Grund für die vergleichsweise niedrigen Kerninflationsraten. Der Lohnentwicklung kommt grundsätzlich eine hohe Bedeutung für die Inflation zu. So sind insbesondere die Dienstleistungspreise vielfach hoch mit dem Verlauf der Löhne korreliert. Nach allgemeiner Vorstellung, die im sogenannten Lohn-Phillips-Kurven-Modell ihren Ausdruck findet, orientiert sich das Wachstum der Nominallohne langfristig an der Entwicklung der Arbeitsproduktivität und der Preise bzw. der Preiserwartungen. Lediglich in der kurzen bis mittleren Frist wird das Lohnwachstum auch von der Arbeitsmarktauslastung beeinflusst.

Im Euroraum verlief die Lohnentwicklung nach der europäischen Staatsschuldenkrise schwächer als zuvor. Waren die Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer gemäß aktuellen Angaben der EU-Kommission vor den von der Schuldenkrise stark geprägten Jahren 2011 bis 2013 noch vielfach mit Jahresraten von über 2,5 % gestiegen, legten sie danach lediglich in einer Größenordnung von etwa 1,5 % zu. Im vergangenen Jahr 2017 war ein Entgeltzuwachs um 1,6 % zu verzeichnen. Ein



Quelle: Statistisches Bundesamt, Darstellung des BVR

Grund für die nach wie vor moderate Lohnentwicklung im Euroraum dürfte in den ungenutzten Potenzialen am Arbeitsmarkt liegen. Zwar ist die saisonbereinigte Arbeitslosenquote im Sommer 2017 unter 9 % gesunken und tendiert bis zuletzt weiter abwärts. Doch rechnet man zu den offiziell erfassten Arbeitslosen auch die Menschen hinzu, die ihre Arbeitszeit gerne ausweiten würden und grundsätzlich für zusätzliche Arbeitsstunden verfügbar sind (Unterbeschäftigte) so kommt man auf etwa 20 % der Bevölkerung. Dies trifft etwa auf Erwerbstätige im spanischen Baugewerbe zu, deren Qualifikationen nach der Krise weniger stark gefragt sind als zuvor und die sich entmutigt vom offiziellen Arbeitsmarkt zurückgezogen haben. Zudem gibt es Menschen, die unfreiwillig Teilzeitbeschäftigte sind oder in Reaktion auf die wirtschaftliche Lage ein Verlegenheitsstudium aufgenommen haben. Der Arbeitsmarkt hat also weiterhin eine hohe Unterauslastung. Als weiteren Grund für die andauernde Lohnmoderation kommt die im Zuge der Staatsschuldenkrise in einigen Bereichen durchgeführten Arbeitsmarktreformen in Frage. Diese dürften den Einfluss der Gewerkschaften in der Lohnfindung tendenziell vermindert haben. Einige Ökonomen sehen auch in der gestiegenen Zuwanderung nach Europa und das dadurch vergrößerte Arbeitskräftepotenzial Gründe für die insgesamt moderate Lohnentwicklung im Euroraum.

Deutschland kommt innerhalb des Euroraums bei Lohnentwicklung eine Sonderrolle zu. Gemäß den aktuellen Daten des Statistischen Bundesamtes sind die Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer seit 2014 Jahr für Jahr um über 2 % gestiegen. In 2017 betrug das Wachstum 2,6 %. Verschiedene Schätzungen auf Basis des Lohn-Phillips-Kurven-Modells signalisieren, dass sich das Lohnwachstum in Deutschland zuletzt zwar im Einklang mit den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen vollzog (siehe IMF Länderbericht Deutschland vom Juli 2017 oder BVR Volkswirtschaft Kompakt vom September 2017). Das Wachstum der Arbeitnehmerentgelte hätte gemäß dem Modellrahmen aber noch höher ausfallen können, wenn die Produktivitätsentwicklung dynamischer verlaufen wäre. So lag das Produkti-

vitätswachstum, gemessen am durchschnittlichen jährlichen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts je Erwerbstätigenstunde, in den Jahren 2011 bis 2016 lediglich bei knapp 1 %. In den 1990er Jahren waren hingegen noch Wachstumsraten oberhalb von 2 % die Regel, davor waren die Zuwachsraten sogar noch merklich höher (siehe BVR Volkswirtschaft Kompakt vom Oktober 2017). Zudem hat die gestiegene Nettozuwanderung aus den EU-Partnerländern im Zuge der Staatsschuldenkrise das Lohnwachstum in Deutschland merklich gedämpft (siehe Bundesbank-Monatsbericht vom April 2018) und vor dem Hintergrund des hohen Zuzugs aus Drittstaaten in den Jahren 2015 und 2016 dürfte auch in naher Zukunft noch eine gewisse Bremswirkung vom höheren Arbeitskräftepotenzial ausgehen.

### Digitalisierung und Globalisierung als Preisdämpfer

Ein im Zusammenhang mit den niedrigen Inflationsraten häufig diskutierter Aspekt ist die voranschreitende Digitalisierung. Sie führt dazu, dass Routinetätigkeiten entlang der gesamten Wertschöpfungskette vom Einkauf bis zur Produktion und zum Absatz effizienter gestaltet werden. Im Zuge dessen können die Güter zu niedrigen Verbraucherpreisen angeboten werden. Begleitscheinung der Digitalisierung ist aber auch, dass den Arbeitnehmern in vielen Bereichen zusätzliche Konkurrenz durch den verstärkten Einsatz von Computern und Robotern entsteht. Dies schwächt ihre Position in Lohnverhandlungen und sorgt damit für eine zusätzliche Preisdämpfung.

Als weiterer den Preisauftrieb vermindender Faktoren wird verschiedentlich die Globalisierung genannt. Im Zuge der Globalisierung ist der Anteil der in Schwellenländern erzeugten Komponenten in der Produktion global gestiegen, was die Güterpreise tendenziell gedrückt hat. Eine ähnliche Entwicklung zeigte sich auch nach dem Fall des Eisernen Vorhangs zu Beginn der 1990-Jahre, als die früheren kommunistischen Staaten zunehmend in die Weltwirtschaft integriert wurden, was den Preisauftrieb allgemein senkte. Die preislichen Effekte der Globalisierung und Digitalisierung zu quantifizieren ist allerdings schwierig, da sie nahezu alle Wirtschaftsprozesse erfassen und über verschiedene Kanäle wirken.

### **Inflation könnten unerwartet deutlich anziehen, EZB sollte umgehend reagieren**

Für die Zukunft lassen Prognosen einen stärkeren Anstieg der Inflationsrate erwarten. Nach allgemeiner Einschätzung dürfte sich der Konjunkturaufschwung in Deutschland und im Euroraum in diesem und im kommenden Jahr fortsetzen. Verbunden mit einer zunehmenden Arbeitsmarktauslastung dürfte dies zu einem stärkeren Anstieg der Inflationsrate führen. Auch von den Rohölpreisen, die angesichts der hohen globalen Nachfrage von der Tendenz her weiter steigen dürften, wird voraussichtlich ein Preisdruck ausgehen, wenn auch nur in moderatem Umfang. Für Deutschland zeichnet sich nach aktuellen Schätzungen des BVR ein Anstieg der VPI-Inflationsrate von 1,6 % in 2018 auf 1,8 % in 2019 ab.

Es ist allerdings auch denkbar, dass die Inflationsraten deutlicher steigen werden als allgemein erwartet. So könnte sich der Grad der Arbeitsmarkt-Unterauslastung im Euroraum schneller auflösen und zu einer höheren Lohn- und damit Preisdynamik führen. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass es durchaus Phasen gab, in der die Kerninflationsrate in kurzer Zeit sehr kräftig gestiegen ist. So legte die VPI-Kernrate Deutschlands im Zuge der konjunkturellen Erholung nach der großen Rezession der Jahre 2008/2009 von knapp 0,2 % zum Jahresende 2010 auf rund 1,1 % zur Jahresmitte 2011 zu und verharrte bis zum Jahresende auf diesem erhöhten Niveau.

Welche Konsequenzen lassen sich daraus für die EZB ziehen? Oberstes Ziel der Notenbank ist die Wahrung der Preisniveaustabilität, die nach ihrer Ansicht dann erreicht ist, wenn die HVPI-Inflationsrate mittelfristig knapp unter der 2-Prozent-Marke liegt. Für den Fall, dass die Inflationsrate schneller als allgemein erwartet dauerhaft in die Nähe dieser Marke kommt, sollte sich die Notenbank nicht auf dem falschen Fuß erwischen lassen. Der EZB-Rat hat in seiner jüngsten Sitzung am 14. Juni das Auslaufen des Anleihekaufprogramms zum Jahresende 2018 angekündigt. Nun muss auch ein Ausstieg aus den historisch niedrigen Leitzinsen vollzogen werden. Die EZB sollte möglichst rasch nach dem Auslaufen des Kaufprogramms ihren Kurs in Richtung einer Normalisierung der Leitzinsen einschlagen. Zur

Vermeidung möglicher Spannungen an den Finanzmärkten ist es notwendig, die Zinsanhebungen in kleinen Schritten erfolgt. Damit das Ziel der Preisniveaustabilität auch in Zukunft gewahrt bleibt, bedarf es eines signifikant höheren Leitzinses, der jedoch nur mit einem gewissen zeitlichen Vorlauf erreicht werden kann. ■



## Finanzmärkte

### Inflationsrisiko noch moderat

Der BVR Zins-Tacho hat sich in den ersten beiden Juniwochen nicht vom Fleck bewegt. Nach wie vor notiert das Barometer zur Messung des mittelfristigen Inflationsrisikos im Euroraum bei 57 von 100 möglichen Punkten. Damit signalisiert der Tacho weiterhin ein moderates Inflationsrisiko im Währungsraum. Im April hatte der Index etwas niedriger bei 56 Punkten gelegen.

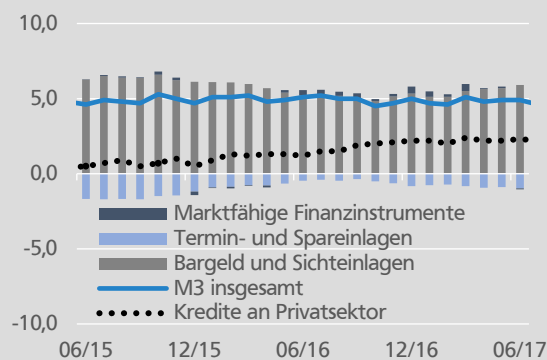
Der höchste Inflationsdruck geht aktuell von der guten Konjunktur im Euroraum aus. Mit 78 Punkten notiert der Unterindikator Konjunktur weiterhin auf hohem Niveau. Im Monatsvergleich verringerte sich der Konjunkturindikator jedoch im Zuge schwacher Daten aus der Euro-Wirtschaft leicht um 1 Punkt.

Der Preisdruck seitens der Preise und Kosten erhöhte sich im Juni leicht um einen Punkt, nachdem dieser bereits im Mai um 3 Punkte gestiegen war. Grund hierfür waren höhere Energiepreise. Der Preisdruck von Seiten der Kreditdynamik legte ebenfalls im Zuge der stabilen Kreditvergabe im Euroraum leicht um 1 Zähler zu.

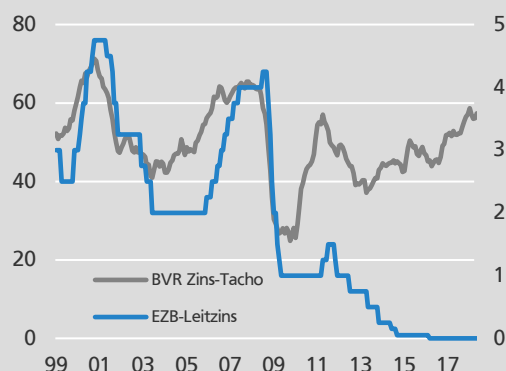
### Fed hebt Zins an

Die US-Notenbank Fed hat den Leitzins auf der letzten geldpolitischen Sitzung des Offenmarktausschusses um 25 Basispunkte angehoben. Der Zielkorridor für den US-Leitzins befindet sich nun bei 1,75 bis 2,0 %. Der Leitzins liegt damit auf dem höchsten Niveau seit zehn Jahren. An den Märkten war die Anhebung des US-Leitzinses allgemein erwartet worden. Überraschend war hingegen die Ankündigung der US-Notenbank, den Leitzins in diesem Jahr noch zwei weitere Male anheben zu wollen. Bislang war lediglich eine weitere Zinserhöhung für dieses Jahr erwartet worden.

Beiträge zum M3-Wachstum  
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



BVR Zins-Tacho  
in Punkten



	Apr. 18	Mai. 18	Jun. 18
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>56</b>	<b>57</b>	<b>57</b>
Konjunktur (50 %)	72	72	71
Preise/Kosten (40 %)	40	43	44
Kreditdynamik (10 %)	40	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 kündigt Ende des Aufkaufprogramms an

Der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) hat auf seiner jüngsten geldpolitischen Sitzung in Riga das Ende des Wertpapieraufkaufprogramms verkündet. Im Anschluss an die EZB-Ratssitzung erklärte EZB-Präsident Mario Draghi, dass die europäische Notenbank das Volumen ihrer monatlichen Wertpapieraufkäufe ab diesem Oktober auf 15 Mrd. Euro halbieren wird. Ab dem kommenden Jahr soll es dann voraussichtlich gar keine Neukäufe mehr geben. Das über die Aufkäufe zurückfließende Geld werde die EZB aber am Markt durchaus noch reinvestieren. Damit wird es zunächst auch zu keiner Reduzierung des von der EZB aufgekauften Wertpapiervolumens kommen. Den Leitzins beließen die Notenbanker hingegen unangetastet bei 0 %. Auch der Einlagenzins blieb unverändert bei -0,4 %. EZB-Präsident Mario Draghi erklärte mit Blick auf die zukünftige Entwicklung der Zinsen, dass die Leitzinsen frühestens zum Ende des Sommers 2019 angehoben werden sollten.

Der EZB-Rat begründete seine geldpolitische Entscheidung mit dem weiterhin soliden und breit aufgestellten Wirtschaftsaufschwung im Währungsraum. Darüber hinaus werde es zu einem Anstieg der Inflation im Euroraum kommen, so der EZB-Präsident. Die EZB-Volkswirte hoben ihre Inflationsprognosen für 2018 und 2019 auf jeweils 1,7 % an. Die Turbulenzen am Anleihemarkt des vergangenen Monats waren nach Einschätzung des EZB-Präsidenten ein der politischen Unsicherheiten in Italien geschuldetes Ereignis. Ansteckungs- oder Ausfallgefahren habe es nicht gegeben.

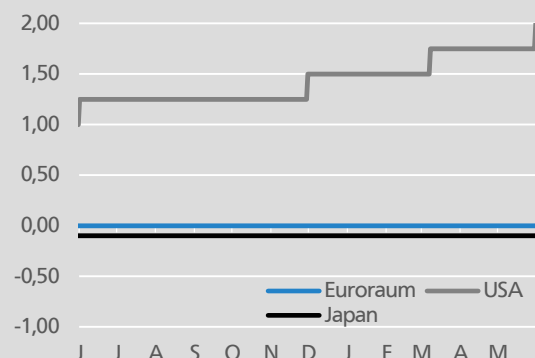
## Geldmarktzinsen tendieren seitwärts

Die Zinsen auf dem europäischen Geldmarkt haben sich im Juni nicht von der Stelle bewegt. Sowohl der 3-Monats-Euribor als auch der 12-Monats-Euribor bestätigten mit -0,32 % und -0,18 % ihre Niveaus aus dem Vormonat. Der Tagesgeldsatz notierte im Monatschnitt bei -0,36 % und lag damit so hoch wie im Vormonat.

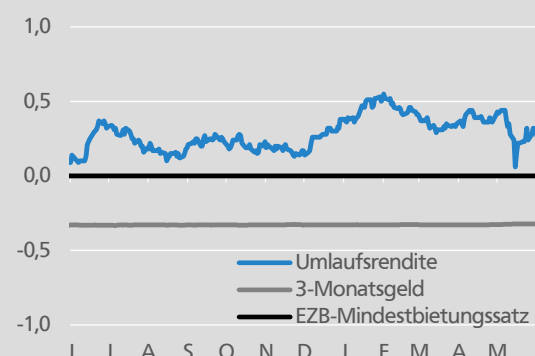
Wichtige Zinsen im Euroraum  
in Prozent



Notenbankzinsen international  
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen  
in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream



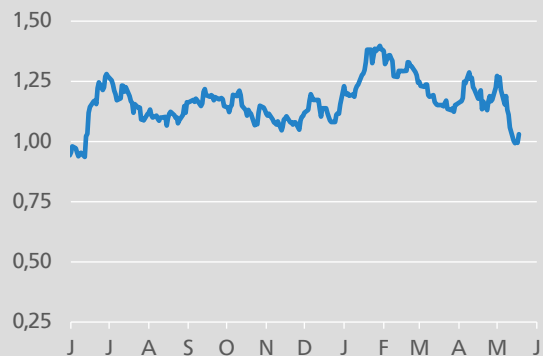
## Entspannung am europäischen Rentenmarkt

Die Lage auf dem europäischen Rentenmarkt hat sich in den ersten beiden Juniwochen wieder beruhigt. Nachdem die Märkte nervös auf eine Regierung aus der rechtspopulistischen Lega und der ebenfalls als populistische eingestuften 5-Sterne-Bewegung reagiert hatten, beruhigte das klare Bekenntnis des neuen italienische Finanzministers Giovanni Tria Anfang Juni zur Mitgliedschaft in der Eurozone und damit auch zum Euro. In den ersten beiden Juniwochen legten die Renditen italienischer Staatspapiere mit zehnjähriger Restlaufzeit daher einen Rückwärtsgang ein. Seit Ende Mai fielen diese um 22 Basispunkte auf 2,62 %. Im Mai hatten die italienische Staatspapiere so hoch notiert wie zuletzt in der Zeit der europäischen Schuldenkrise. Bundesanleihen waren in diesem Umfeld weniger stark gefragt. In der Folge stiegen die Renditen von Bundeswertpapieren. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere stieg bis Mitte Juni um 2 Basispunkte auf 0,24 %. Die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit kletterte im gleichen Zeitraum um 6 Basispunkte auf 0,40 %.

In den USA stiegen die Renditen von US-Treasuries mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren um 10 Basispunkte auf 2,93 %. Grund hierfür waren in erster Linie die erneute Zinsanhebung sowie ein leicht restriktiverer geldpolitischer Ausblick in den USA. Die Turbulenzen rund um die Handelsstarife zwischen den USA und seinen Handelspartnern China sowie der Europäischen Union dämpften zwischenzeitlich den Renditeauftrieb vor allem am langen Ende der Renditestrukturkurve.

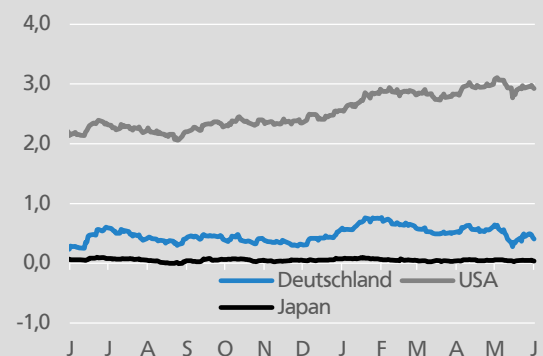
### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



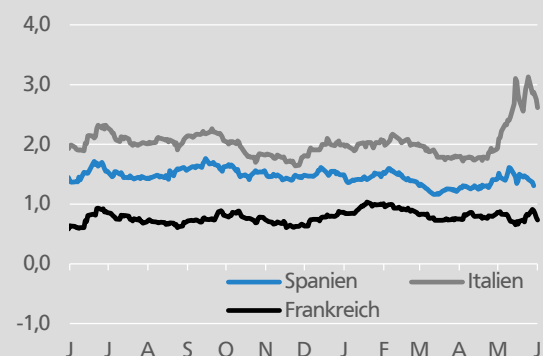
### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

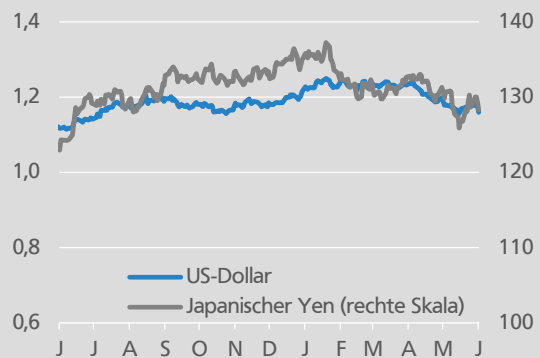
### Euro deutlich unter der Marke von 1,20 US-Dollar

Der Euro-Dollar-Kurs hat sich im Juni nicht der Marke von 1,20 US-Dollar annähern können. Nachdem der Euro zu Monatsbeginn noch leichten Auftrieb hatte, verlor er in der zweiten Woche deutlich gegenüber dem Greenback an Flughöhe. Zur Monatsmitte notierte der Euro bei 1,16 US-Dollar und damit 1 US-Cent niedriger als zum Vormonatsultimo.

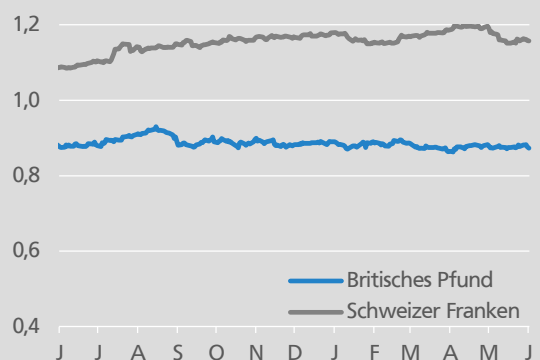
Gedämpft wurde der Wechselkurs des Euro zum US-Dollar von den geldpolitischen Entscheidungen der US-Notenbank und der Europäischen Zentralbank. So profitierte der Greenback von der Zinsanhebung in den USA. Darüber hinaus gab dem US-Dollar die Aussicht auf zwei weitere Zinsanhebungen in diesem Jahr Rückenwind. Viele Händler waren im Vorfeld der zinspolitischen Sitzung der Fed von nur einer weiteren Zinsanhebung in diesem Jahr ausgegangen.

Der Euro wiederum hatte ein wenig unter der geldpolitischen Entscheidung des EZB-Rats zu leiden. Viele Händler hatten gehofft, dass die EZB nicht nur das Ende des Wertpapieraufkaufprogrammes verkünden, sondern auch den Beginn der Zinswende weiter nach vorne schieben würde. An den Märkten zeigten sich viele von der Ankündigung der EZB enttäuscht, den Leitzins erst im Spätsommer des kommenden Jahres anheben zu wollen.

**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 leicht im Minus

Die Aktienmärkte haben in der ersten Junihälfte zugelegt. Der DAX konnte im Zuge deutlicher Kursgewinne die Marke von 13.000 Punkten zwischenzeitlich zurückgewinnen. Ganz reichte es aber nicht, um die Marke auch bis zur Monatsmitte zu verteidigen. Am 18. Juni notierte der DAX bei 12.834 Zählern. Das waren 1,8 % mehr als Ende Mai. Der Dow Jones notierte am gleichen Tag bei 24.987 Punkten. Das waren 2,3 % mehr als zum Vorjahresultimo.

Getrieben wurde der DAX in erster Linie von der Aussicht auf anhaltend niedrige Zinsen und einen schwachen Euro. In den USA sorgten gute Unternehmensdaten sowie die guten Konjunkturaussichten für steigende Kurse. So hatten unter anderem die Umsätze im Einzelhandel im Mai stärker als erwartet zugelegt. Darüber hinaus war die Zahl der wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe zurückgegangen. Vor diesem Hintergrund verdauten die Anleger in den USA den höheren Zinsausblick auch ziemlich schnell und griffen alsbald wieder beherzt an den US-Aktienmärkten zu.

Gedämpft wurde die gute Stimmung an den Aktienmärkten wiederkehrend von der besorgniserregenden Entwicklung des Handelskonflikts. So gaben sich die USA, China und die EU im Streit um neue Einfuhrzölle unnachgiebig. Nachdem die USA ihre Warnungen wahrgemacht hatte, reagierten die EU und China ihrerseits mit neuen Strafzöllen aus US-Produkte. An den Märkten ging die Furcht um, dass die Weltwirtschaft im Zuge des Handelsstreits schweren Schaden nehmen könne. ■

#### 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

### Konsum treibt Wachstum im Euroraum

Eurostat hat inzwischen detaillierte Angaben zur jüngsten gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des Euroraums vorgelegt. Für den Rückgang der BIP-Verlaufsrate von 0,7 % im vierten Quartal auf 0,3 % im Jahresauftaktquartal war unter anderem der Außenhandel verantwortlich. So sind die Exporte im ersten Quartal um 0,4 % gesunken, nachdem sie zuvor noch sehr kräftig gestiegen waren (+2,2 %). Das rückläufige Exportgeschäft dürfte auch die Bruttoanlageinvestitionen beeinträchtigt haben, deren Wachstumsrate sich von 1,3 % im vierten Quartal auf 0,5 % abschwächte. Der Anstieg des Privatkonsums hat sich hingegen erhöht (von 0,2 % auf 0,5 %), offenbar gestützt durch die weitere Entspannung der Arbeitsmarktlage.

### Industrie vermindert ihren Ausstoß

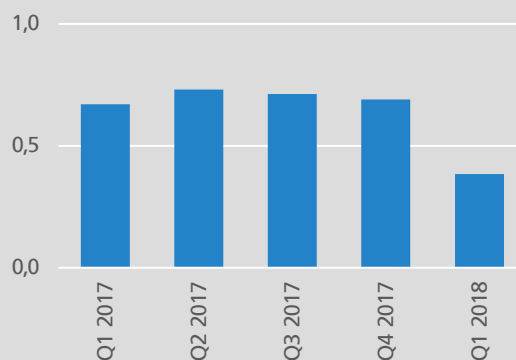
Die Industriebetriebe des Euroraums haben im April ihre Produktion wieder vermindert. Der Ausstoß ist gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,9 % gesunken. Zuvor, im Mai, hatte sich die Produktion noch etwas gefestigt (+0,6 %), nachdem sie in den vorangegangenen drei Monaten stets zurückgegangen war. In den nächsten Monaten dürfte die Industrieproduktion insgesamt eher zu- als abnehmen. Darauf lässt zumindest der Order-Indikator der EU-Kommission schließen. Der Indikator ist jüngst von 7,4 Punkten im April auf 9,0 Punkte im Mai gestiegen.

### Erzeugerpreise tendieren seitwärts

Nach jüngsten amtlichen Angaben sind die Industrie-Erzeugerpreise im April um 2,0 % gestiegen. Zuvor, im Februar und März, hatten sie mit Raten von 1,7 % bzw. 2,1 % ähnlich stark zugenommen. Angesichts der guten Konjunktur dürften die Industrieunternehmen die gestiegenen Erzeugerpreise künftig im stärkeren Umfang an die Verbraucher weiterleiten. Auf der Verbraucherstufe hatte sich der Preisauftrieb zuletzt bereits deutlich erhöht. So ist die Inflationsrate von 1,2 % im April auf 1,9 % im Mai gestiegen, wofür in erster Linie die stärker steigenden Energiepreise verantwortlich waren.

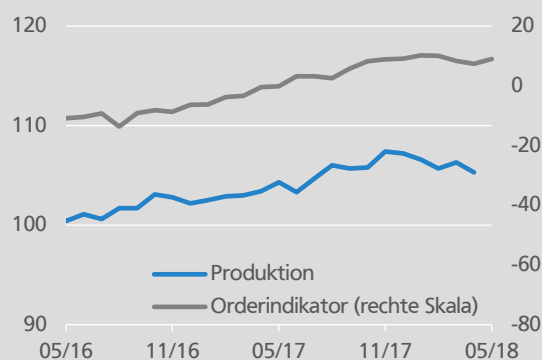
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



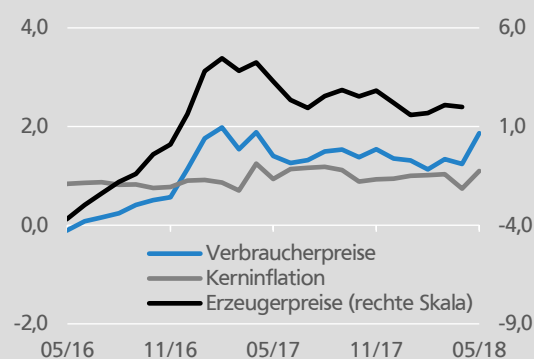
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Bundesbank senkt Prognosewert für Deutschland

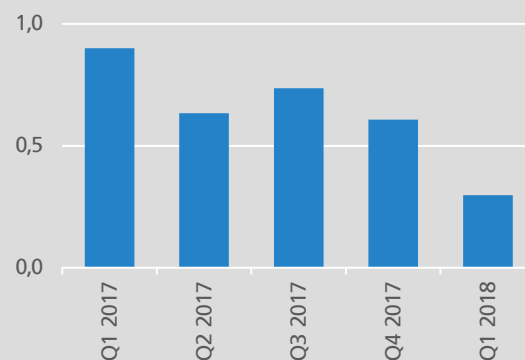
Die Fachleute der Deutschen Bundesbank sehen Deutschland in einer anhaltenden Hochkonjunktur. Angesichts des schwächer als erwartet verlaufenden Winterhalbjahres 2017/18 haben sie ihre Wachstumseinschätzung für das laufende Jahr aber etwas zurückgenommen. Die Bundesbank-Experten rechnen in ihrer aktuellen Sommer-Konjunkturprognose damit, dass das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands 2018 gegenüber dem Vorjahr um 2,0 % steigen wird. Im Dezember waren sie noch von einem Zuwachs um 2,5 % ausgegangen. Der BIP-Prognosewert für 2019 wurde hingegen leicht von 1,7 % im Dezember auf aktuell 1,9 % angehoben, im Zuge der nunmehr in die Projektion einbezogenen expansiven fiskalischen Maßnahmen der neuen Bundesregierung.

Nach Einschätzung der Bundesbank-Ökonomen werden die Exporte und gewerblichen Investitionen im Prognosezeitraum schwächer expandieren als noch in 2017. Darüber hinaus dürfte der zunehmende Fachkräftemangel das Beschäftigungswachstum dämpfen, was voraussichtlich zu einer verminderten Grunddynamik der privaten Konsumausgaben führen wird. Die zunehmenden angebotsseitigen Engpässe, die sich bereits in der Bauwirtschaft zeigen, dürften ein insgesamt kräftigeres Lohnwachstum nach sich ziehen. Vor diesem Hintergrund dürfte die Inflation etwas an Fahrt aufnehmen. Der Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) wird der Prognose zufolge leicht von 1,7 % in 2017 auf 1,8 % in 2018 steigen und dürfte dann in 2019 etwa auf diesem Niveau verharren. Für die Kerninflationsrate, ohne Berücksichtigung von Energie und Nahrungsmitteln, wird ein Anstieg von 1,3 % in 2017 auf 1,4 % und dann 1,7 % prognostiziert. Die Auf- und Abwärtsrisiken sind nach Einschätzung der Bundesbank-Experten bei der Inflationsprognose derzeit ausgeglichen. In Hinblick auf die BIP-Prognose überwiegen jedoch die Abwärtsrisiken, die vom außenwirtschaftlichen Umfeld ausgehen.

Der BVR hält das in der neuen Bundesbank-Prognose dargestellte Konjunkturbild insgesamt für realistisch. Die Sommer-Konjunkturprognose des BVR wird voraussichtlich Ende Juli veröffentlicht werden.

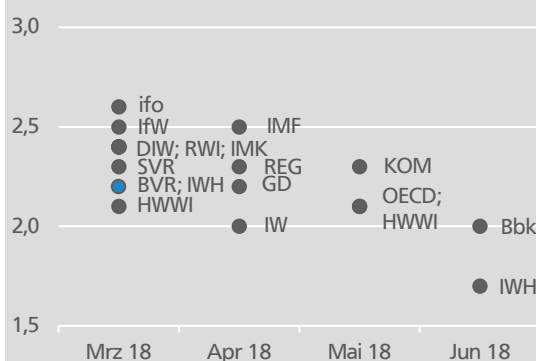
### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

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



### Konjunktur 2018 - Prognosen für Deutschland

BIP gg. Vorjahr in Prozent, preisbereinigt



Bbk	- Deutsche Bundesbank
DIW	- Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin
GD	- Gemeinschaftsdiagnose
HWWI	- Hamburger WeltWirtschaftsinstitut
ifo	- Institut für Wirtschaftsforschung, München
ifw	- Institut für Weltwirtschaft, Kiel
IMF	- Internationaler Währungsfonds
IMK	- Institut für Makroökonomie u. Konjunkturforschung
IW	- Institut der deutschen Wirtschaft, Köln
IWH	- Institut für Wirtschaftsforschung, Halle
KOM	- Europäische Kommission
OECD	- Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit u. Entwicklung
REG	- Bundesregierung
RWI	- Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, Essen
SVR	- Sachverständigenrat

Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR

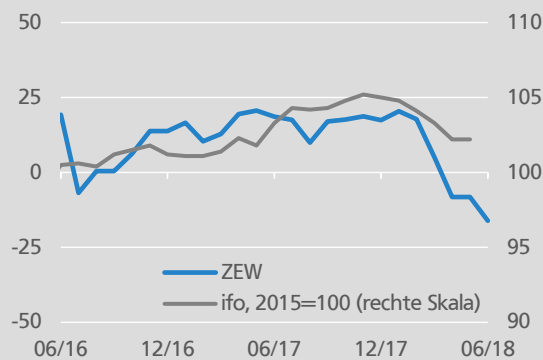
### ZEW-Konjunkturerwartungen geben nach

Die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland sind im Juni um 7,9 Punkte auf einen Stand von -16,1 Punkten gesunken. Für den Rückgang des Frühindikators, der zuvor im Mai eine Stabilisierungstendenz gezeigt hatte, dürften verschiedene Faktoren verantwortlich gewesen sein. So wurde Anfang Juni der Handelskonflikt der USA mit Europa durch die Verhängung von US-Strafzöllen auf Aluminium und Stahl weiter geschürt und in Italien sind neue EU-kritische Kräfte in die Regierung gekommen. Zudem fielen die jüngsten amtlichen Indikatoren zur deutschen Konjunktur insgesamt schwach aus. Angaben zum ifo Geschäftsklima liegen derzeit noch nicht vor. Diese werden am 25. Juni veröffentlicht.

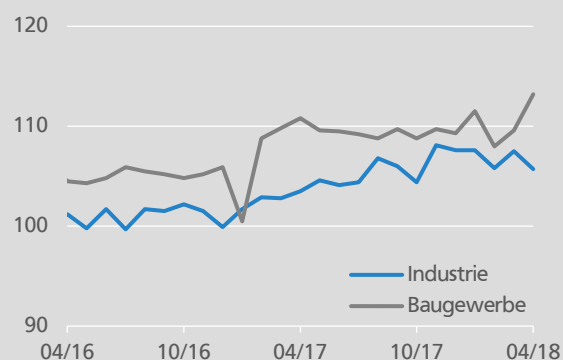
### Insgesamt schwache Industriedaten

Im April fielen die amtlichen Daten zur Industriekonjunktur in Deutschland insgesamt verhalten aus. Die Industrieproduktion ist saison- und kalenderbereinigt gegenüber dem Vormonat um 1,7 % gesunken. Zum Rückgang dürfte ein Sondereffekt beigetragen haben. So fiel der erste Mai auf einen Dienstag und viele Erwerbstätige nutzten den Vortag als Brückentag. In dem von kurzfristigen Effekten weniger stark beeinflussten Zweimonatsvergleich März/April gegenüber Januar/Februar stagnierte der industrielle Ausstoß im Wesentlichen (-0,1 %). Im Gegensatz dazu wurde die Produktion im Baugewerbe im Zweimonatsvergleich merklich ausgeweitet (+1,5 %). Auch beim Auftragszugang musste die deutsche Industrie im April einen Rückschlag hinnehmen. Der Auftragseingang gab mit einer Verlaufsrate von 2,5 % nach. Sowohl die Inlandsorders (-4,8 %) als auch die Bestellungen aus dem Ausland (-0,8 %) gingen zurück. Die nach wie vor hohe Reichweite des Auftragsbestands (5,6 Monate im März) sowie die jüngste Stabilisierungstendenz des Geschäftsklimas auf hohem Niveau lassen erwarten, dass die Industrieproduktion von der Tendenz her in den nächsten Monaten wieder zunehmen wird. Die Entwicklung dürfte angesichts der gestiegenen globalen Unsicherheiten aber hinter der Dynamik des vergangenen Jahres zurückbleiben.

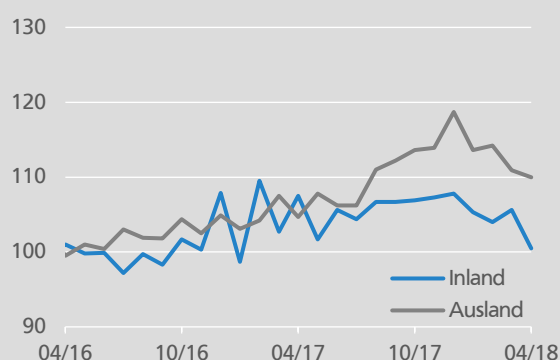
**Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland**  
Saldenwerte, saisonbereinigt



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



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Anstieg der Inflationsrate bestätigt

Das Statistische Bundesamt hat inzwischen seine jüngsten Angaben zur Verbrauchpreisentwicklung in Deutschland bestätigt. Demnach ist die auf dem Verbraucherpreisindex (VPI) basierende Inflationsrate von 1,6 % im April auf 2,2 % im Mai gestiegen, wie bereits auf den ersten Seiten von „Volkswirtschaft Kompakt“ dargelegt. Ausschlaggebend für den stärkeren Anstieg der Gesamtrate waren die Energiepreise, die sich deutlich verteuerten als zuvor (+5,1 % nach +1,3 % im April). Im Zuge steigender Rohölpreise legten die Preise für leichtes Heizöl (+24,3 %) und Kraftstoffe (+8,2 %) besonders kräftig zu. Nicht nur bei Energie, auch bei Nahrungsmitteln (+3,5 %) kam es im Mai zu überdurchschnittlichen Preiserhöhungen.

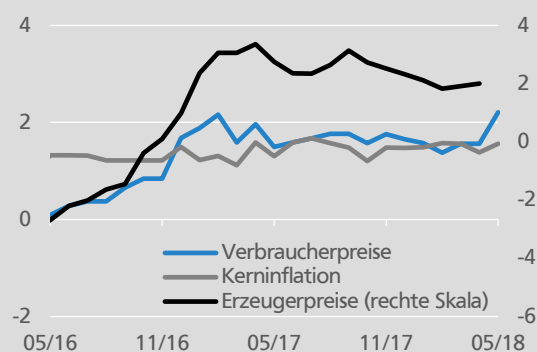
### Weniger Insolvenzen im ersten Quartal

Zu Jahresbeginn hat sich das Insolvenzgeschehen in Deutschland weiter entspannt. Wie das Statistische Bundesamt mitteilte, wurden von den Amtsgerichten im ersten Quartal 5.020 Unternehmens- und 17.067 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Die Anzahl der Firmenpleiten ist gegenüber dem Vorjahresquartal um 3,0 % zurückgegangen; die Zahl der Verbraucherpleiten gab sogar um 5,9 % nach. Wie bereits zuvor waren die meisten Unternehmensinsolvenzen in den Wirtschaftszweigen Baugewerbe (902 Fälle) und Handel einschließlich Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen (883 Fälle) zu verzeichnen.

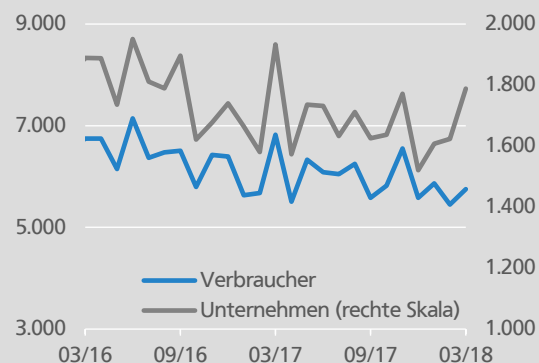
### Arbeitsmarktentwicklung weiterhin gut

Die günstigen Trends am deutschen Arbeitsmarkt halten bis zuletzt an. Die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl ist nach Angaben der Bundesagentur für Arbeit (BA) von April auf Mai um 11.000 Personen gesunken. Die Arbeitslosenquote gab saisonbereinigt um 0,1 Prozentpunkte auf 5,2 % nach. Die Zahl der Erwerbstätigen ist nach jüngsten amtlichen Schätzungen im April gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 35.000 Personen gestiegen. Angaben zur Arbeitsmarktentwicklung im Juni liegen derzeit noch nicht vor. Dieser werden von der BA am 29. Juni publiziert. ■

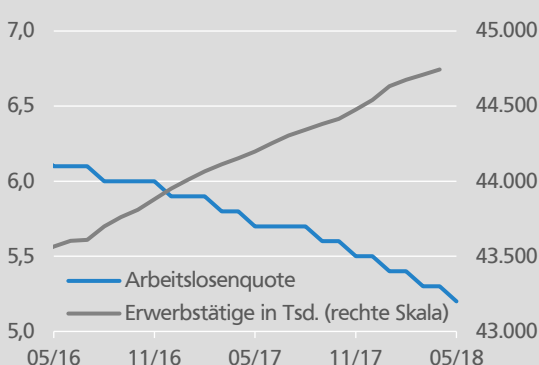
**Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland**  
gg. Vorjahr in Prozent



**Insolvenzen Deutschland**  
Monatliche Fallzahlen



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream