

## Perspektiven der deutschen Wirtschaft – Gesamtwirtschaftliche Vorausschätzungen für die Jahre 2018 und 2019 mit einem Ausblick auf das Jahr 2020

*Die deutsche Wirtschaft befindet sich in einem starken Aufschwung. Angetrieben durch eine lebhaftere Nachfrage aus dem Ausland wächst die Industrie dynamisch, und die kräftige Belegung der gewerblichen Investitionen setzt sich fort. Der private Konsum und die Wohnungsbauinvestitionen profitieren weiterhin von der hervorragenden Lage am Arbeitsmarkt. Dieser breit angelegte, kräftige Aufschwung wird nach der vorliegenden Projektion zunehmend reifer, das Expansionstempo dürfte daher mittelfristig nachgeben und sich dem Potenzialwachstum annähern. So werden dann die Exporte weniger dynamisch zunehmen, vor allem aber begrenzen die stark ausgelasteten Kapazitäten und insbesondere das knappe Arbeitsangebot die weiteren Wachstumsmöglichkeiten.*

*In diesem Szenario könnte die deutsche Wirtschaft im laufenden und kommenden Jahr kalenderbereinigt stark um 2,6% beziehungsweise 2,5% wachsen und in den Jahren 2019 sowie 2020 mit niedrigeren Raten von 1,7% beziehungsweise 1,5% zulegen (in unbereinigter Betrachtung: 2017 2,3%, 2020 1,9%). Damit liegen die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts (BIP) vor allem kurzfristig deutlich über denjenigen des Produktionspotenzials, und die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten könnten zügig ähnlich stark ausgelastet sein wie zum Hochpunkt des letzten Konjunkturzyklus im Jahr 2007. Damit gehen zunehmende Engpässe am Arbeitsmarkt und spürbar steigende Lohnzuwächse einher.*

*Die Inflationsrate, die gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im Durchschnitt des laufenden Jahres wegen deutlich gestiegener Rohölnotierungen sowie Verknappungen bei Nahrungsmitteln erheblich auf 1,7% anzieht, dürfte bis zum Jahr 2019 ähnlich hoch bleiben und könnte im Jahr 2020 auf 1,9% zunehmen. Dabei verdecken vornehmlich die annahmegemäß kaum noch weiter steigenden Energiepreise einen zunehmenden Preisdruck bei anderen Waren und Dienstleistungen, der vor allem aus dem dynamischeren Lohnanstieg resultiert. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet dürfte sich die Preissteigerungsrate deshalb von 1,3% im laufenden Jahr auf 1,9% im Jahr 2019 ausweiten. Im Jahr 2020 ist ein Wert von 2,1% vorstellbar.*

*Die Staatsfinanzen entwickeln sich mit der aktuellen finanzpolitischen Ausrichtung sehr günstig. Unterstützt durch die ausgesprochen gute Konjunktur und niedrige Zinsen würde der Finanzierungsüberschuss damit in den kommenden Jahren merklich über 1% des BIP steigen. Allerdings ist zu erwarten, dass nach Bildung einer neuen Bundesregierung zusätzliche Haushaltsbelastungen beschlossen werden und die Fiskalpolitik insoweit expansiver ausfällt. Dies ist ein wesentlicher Grund, weshalb in der Gesamtschau die Risiken für das Wirtschaftswachstum – und in geringem Umfang auch für die Preisentwicklung – als aufwärtsgerichtet eingestuft werden.*

*Im Vergleich zur Projektion vom Juni 2017 wird jetzt vor allem für 2017 und 2018 ein erheblich höheres Wirtschaftswachstum erwartet. Die Inflationsprognose wurde hauptsächlich wegen geänderter Aussichten für die Energiepreise für 2017 und 2018 etwas nach oben sowie für 2019 leicht nach unten angepasst.*

*Deutsche Wirtschaft setzte im Sommerhalbjahr 2017 kräftigen Aufschwung fort ...*

*... und dürfte auch im gegenwärtigen Winterhalbjahr stark expandieren*

## ■ Konjunktureller Ausblick<sup>1)</sup>

Die deutsche Wirtschaft wuchs im Sommerhalbjahr 2017 stark und übertraf das hohe Expansionstempo des vorangegangenen Winterhalbjahres sogar noch etwas. Das reale BIP stieg im zweiten und dritten Vierteljahr saison- und kalenderbereinigt um insgesamt 1,5% und damit merklich stärker als in der Juni-Projektion erwartet.<sup>2)</sup> Die Industrie konnte – angetrieben durch die lebhaftere Nachfrage aus dem Ausland – ihre Wertschöpfung kräftig erhöhen. Dadurch stieg die Kapazitätsauslastung weiter an, und die Unternehmen investierten mehr als zuvor in Sachanlagen. Auch die Investitionen in den Wohnungsbau wurden nochmals erheblich gesteigert, wenngleich sich hier bemerkbar machte, dass der Bausektor zunehmend an Kapazitätsgrenzen stößt. Mit viel Rückenwind von der guten Entwicklung am Arbeitsmarkt wurde auch der private Konsum deutlich ausgeweitet.

Das hohe konjunkturelle Grundtempo der deutschen Wirtschaft mit Wachstumsraten, die erheblich über diejenigen des Produktionspotenzials hinausgehen, dürfte sich im Winterhalbjahr 2017/2018 fortsetzen. Der zuletzt sehr starke Auftragszufluss im Verarbeitenden Gewerbe deutet ebenso wie die sich auf Rekordniveau befindende Stimmung in der Branche darauf hin, dass die Industrie ihre Aktivität weiter kräftig steigert. Da insbesondere auch aus dem Ausland hohe Auftragseingänge zu beobachten und die Exporterwartungen ausgesprochen optimistisch sind, dürften zugleich die Ausfuhren stark zulegen. Die zunehmende Kapazitätsauslastung und die lebhaftere Nachfrage dürften die Unternehmen dazu bewegen, vermehrt in neue Ausrüstungen zu investieren. Auch der private Konsum bleibt vor dem Hintergrund der kräftigen Zunahme der Beschäftigung und der optimistischen Stimmung der Verbraucher wohl klar aufwärtsgerichtet.

Im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums ist damit zu rechnen, dass das gegenwärtig hohe Expansionstempo der deutschen Wirtschaft

nachlässt. Die vor allem demografisch und wanderungsbedingt erheblich sinkenden Beschäftigungszuwächse verstärken den bereits jetzt in einigen Branchen spürbaren Fachkräftemangel. Daher wird es von der Angebotsseite her zunehmend schwieriger, ein Wachstumstempo aufrechtzuerhalten, das deutlich über jenes des Produktionspotenzials hinausgeht. Auf der Nachfrageseite dürften sich die gegenwärtig hohen Steigerungsraten bei den Ausfuhren zunächst an das niedrigere und zudem im Zeitverlauf nachlassende Wachstum der Absatzmärkte der deutschen Exporteure angleichen und es schließlich sogar leicht unterschreiten. Dies dürfte zu langsamer steigenden gewerblichen Investitionen beitragen. Darüber hinaus könnten sich auch hier die sinkenden Zuwachsraten des Arbeitsangebots dämpfend auswirken, denn die Unternehmen dürften weniger in neue Sachanlagen investieren, wenn sie befürchten müssen, nicht im ausreichenden Maß auf qualifizierte Arbeitskräfte zurückgreifen zu können. Die Expansion des privaten Konsums könnte ebenfalls durch den zurückgehenden Beschäftigungsanstieg gedämpft werden. Es wird nicht damit gerechnet, dass stärkere Reallohnzuwächse ausreichen, um die Bremswirkungen auf die realen verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte vollständig auszugleichen.

Damit ergibt sich das Bild eines starken und zunehmend reifen Aufschwungs, dessen Wachstumstempo im Zeitablauf wegen nachlassender Nachfragezuwächse und vor allem aufgrund allmählich bindender angebotsseitiger Beschränkungen nachgibt. Sowohl im laufenden Jahr als auch – begünstigt vom hohen statistischen Überhang zu Jahresbeginn – im Jahr 2018 dürfte das kalenderbereinigte reale BIP mit 2,6% beziehungsweise 2,5% stark wachsen. In den Jahren 2019 und 2020 könnte sich die Zu-

*Mittelfristig aufgrund knappen Arbeitsangebots und weniger dynamischer Exporte nachlassendes BIP-Wachstum*

*Wirtschaft wächst 2017 und 2018 voraussichtlich erheblich kräftiger als im Juni erwartet*

<sup>1</sup> Die hier vorgestellte Vorausschätzung für Deutschland wurde am 30. November 2017 abgeschlossen. Sie ist in die am 14. Dezember 2017 von der EZB veröffentlichte Projektion für den Euroraum eingegangen.

<sup>2</sup> Siehe: Deutsche Bundesbank, Perspektiven der deutschen Wirtschaft – Gesamtwirtschaftliche Vorausschätzungen für die Jahre 2017 und 2018 mit einem Ausblick auf das Jahr 2019, Monatsbericht, Juni 2017, S. 15–32.

wachst auf 1,7% und 1,5% ermäßigen. Da das Jahr 2017 im Vergleich zum Vorjahr weniger Arbeitstage aufweist, ergibt sich ohne Bereinigung um kalendarische Effekte eine geringere Wachstumsrate von 2,3%. Während solche Kalendereffekte in den kommenden beiden Jahren kaum eine Rolle spielen, erhöhen sie die Rate 2020 deutlich um 0,4 Prozentpunkte auf 1,9%. Damit wird für 2017 und 2018 ein erheblich höheres BIP-Wachstum erwartet als in der Juni-Projektion veranschlagt, während der Zuwachs im Jahr 2019 nur geringfügig nach oben korrigiert wurde (vgl. Tabelle auf S. 32). Eine wichtige Rolle für die Aufwärtsrevision spielte dabei die in der gesamten Breite des Aufschwungs höhere Dynamik<sup>3)</sup> und, dass das Wachstum der Absatzmärkte der deutschen Exporteure für 2018 spürbar und auch für 2019 etwas höher angesetzt wurde (vgl. Erläuterungen auf S. 20–22).

*Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten steigt auf außerordentlich hohes Niveau*

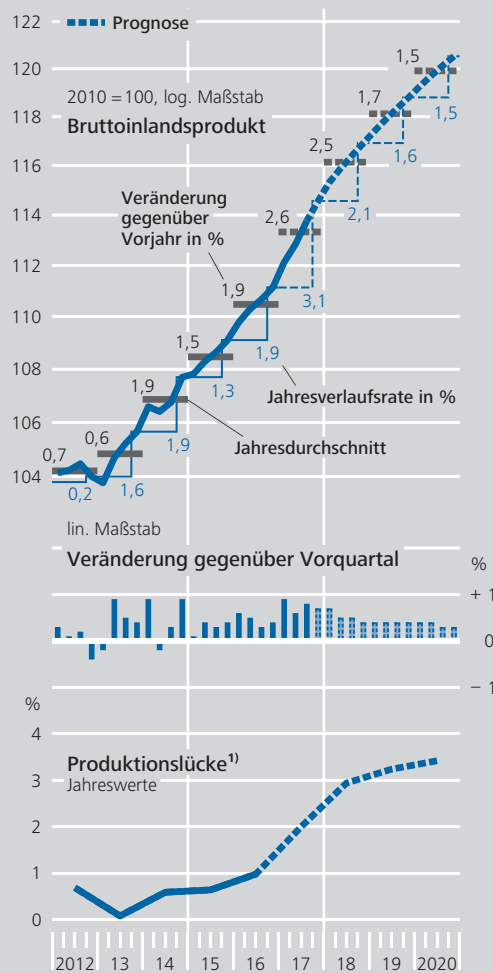
Die deutsche Wirtschaft wächst nach dieser Projektion im laufenden und im kommenden Jahr wesentlich stärker als das Produktionspotenzial, während der Abstand der Zuwachsraten in den Jahren 2019 und 2020 deutlich schrumpft. Die Ausweitung des Produktionspotenzials wird nunmehr für 2017 und 2018 auf jeweils 1,5% geschätzt. Danach dürfte sie aufgrund der demografischen Entwicklung und anahmegemäß rückläufiger Wanderungsüberschüsse bis auf 1,3% im Jahr 2020 nachlassen.<sup>4)</sup> Die bereits im laufenden Jahr erheblich positive Produktionslücke wird sich daher vor allem im Jahr 2018 nochmals kräftig ausweiten. Die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten könnten nach derzeitiger Einschätzung zügig ähnlich stark ausgelastet sein wie zum Hochpunkt des letzten Konjunkturzyklus im Jahr 2007.

<sup>3</sup> Neben der stärker als erwarteten Expansion im Sommerhalbjahr ist dabei von Bedeutung, dass der BIP-Zuwachs nach revidierten Angaben in der zweiten Jahreshälfte 2016 etwas und im ersten Vierteljahr 2017 merklich höher ausgewiesen wird.

<sup>4</sup> Zu den mittelfristigen Perspektiven für das Potenzialwachstum in Deutschland vgl.: Deutsche Bundesbank, Demografischer Wandel, Zuwanderung und das Produktionspotenzial der deutschen Wirtschaft, Monatsbericht, April 2017, S. 37–50.

## Gesamtwirtschaftliche Produktion und Produktionslücke

Preis-, saison- und kalenderbereinigt



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. 2017 bis 2020 eigene Prognosen. <sup>1</sup> Abweichung des BIP vom geschätzten Produktionspotenzial.

Deutsche Bundesbank

## Technische Komponenten zur BIP-Wachstumsprognose

in % bzw. Prozentpunkten

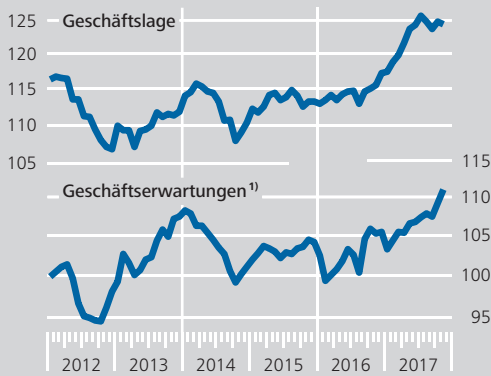
Position	2016	2017	2018	2019	2020
Statistischer Überhang am Ende des Vorjahres <sup>1)</sup>	0,6	0,6	1,1	0,7	0,6
Jahresverlaufsrate <sup>2)</sup>	1,9	3,1	2,1	1,6	1,5
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate, kalenderbereinigt	1,9	2,6	2,5	1,7	1,5
Kalendereffekt <sup>3)</sup>	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,4
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate <sup>4)</sup>	1,9	2,3	2,5	1,7	1,9

Quelle: Statistisches Bundesamt; 2017 bis 2020 eigene Prognosen. <sup>1</sup> Saison- und kalenderbereinigter Indexstand im vierten Quartal des Vorjahres in Relation zum kalenderbereinigten Quartalsdurchschnitt des Vorjahres. <sup>2</sup> Jahresveränderungsrate im vierten Quartal, saison- und kalenderbereinigt. <sup>3</sup> In % des BIP. <sup>4</sup> Abweichungen in der Summe rundungsbedingt.

Deutsche Bundesbank

### Geschäftslage und -erwartungen in der gewerblichen Wirtschaft

2005 = 100, saison- und kalenderbereinigt, log. Maßstab



Quelle der Ursprungswerte: ifo Institut. **1** Für die nächsten sechs Monate.  
 Deutsche Bundesbank

### Industrie

saison- und kalenderbereinigt



Quellen der Ursprungswerte: Statistisches Bundesamt und ifo Institut. **1** Saldo der positiven und negativen Unternehmensmeldungen.  
 Deutsche Bundesbank

Die deutschen Exporteure profitierten im Sommerhalbjahr von der anhaltenden kräftigen Expansion des Welthandels und konnten – anders als erwartet – darüber hinaus noch spürbare Marktanteile gewinnen. Die Ausfuhren wuchsen daher stärker als in der Juni-Projektion angenommen. Auch im Winterhalbjahr dürfte sich das hohe Exportwachstum fortsetzen und weiterhin die Expansion der Absatzmärkte der deutschen Exporteure übertreffen. Dies legen jedenfalls die außergewöhnlich hohen Auftragsgänge der deutschen Industrie aus dem Ausland sowie die sehr optimistischen Exporterwartungen der Unternehmen nahe. Im weiteren Verlauf des kommenden Jahres dürfte sich der Zuwachs der Ausfuhren dem zunehmend verhalteneren Wachstum der Absatzmärkte angleichen. Ab dem Jahr 2019 könnten die deutschen Exporteure sogar in geringem Umfang Marktanteile abgeben. Im Handel mit den übrigen Ländern im Euroraum verlieren sie schrittweise an preislicher Wettbewerbsfähigkeit, vor allem weil die Lohnstückkosten hierzulande stärker steigen. Darüber hinaus dürfte die zunehmende Ausrichtung der Nachfrage in China auf Konsumgüter den zusätzlichen Bedarf an Investitionsgütern dämpfen. Ähnliches gilt – aufgrund des angestrebten Austritts aus der Europäischen Union (EU) – auch für die Nachfrage aus dem Vereinigten Königreich. Die deutschen Exporteure wären hiervon besonders betroffen, da sie zu einem überdurchschnittlichen Anteil aus Investitionsgütern bestehen.

*Deutsche Exporte zunächst weiter mit viel Schwung, dann etwas moderater*

Vor dem Hintergrund der florierenden Industriekonjunktur und der zunehmenden Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe haben die gewerblichen Investitionen ihre merkliche konjunkturelle Belebung im Sommerhalbjahr fortgesetzt. Die Unternehmen investierten insbesondere deutlich mehr in Ausrüstungen und zwar in noch größerem Umfang als in der Juni-Projektion unterstellt. Die gewerblichen Bauinvestitionen konnten hingegen ihr starkes Expansionstempo nicht halten und sind zuletzt zurückgegangen. Angesichts der sehr guten Perspektiven für die Industrie sollte sich die kräftige zyklische Aufwärtsbewegung der Unterneh-

*Unternehmensinvestitionen setzen ihre zyklische Belebung fort*

mensinvestitionen in den kommenden Quartalen fortsetzen. Auch darüber hinaus dürfte die gewerbliche Investitionstätigkeit aufgrund anhaltend günstiger Finanzierungsbedingungen, steigender Nachfrage und zunehmender Überauslastung in der Gesamtwirtschaft lebhaft bleiben. Die Zuwachsraten sollten dann allerdings nach und nach geringer ausfallen, denn im Verlauf des Projektionszeitraums gibt die derzeit besonders schwungvolle Nachfrage nach industriellen Exportgütern merklich nach. Zudem dürfte die Neigung der Unternehmen, hierzulande ihre Produktionskapazitäten auszuweiten, schwächer ausgeprägt sein als in früheren Hochkonjunkturphasen. Dafür spricht zum einen, dass Deutschland im Konjunkturzyklus im internationalen Vergleich und insbesondere gegenüber den übrigen Ländern im Euroraum recht weit fortgeschritten ist. Daher könnten beispielsweise Unternehmen mit Produktionsstätten im Ausland zunächst etwaige dort noch vorhandene Kapazitätsreserven ausschöpfen. Zum anderen befindet sich die deutsche Volkswirtschaft auf einem langfristigen Pfad hin zu einem demografisch bedingt niedrigeren Potenzialwachstum. Das damit einhergehend perspektivisch sinkende Erwerbspersonenpotenzial dürfte dämpfend auf die Investitionspläne der Unternehmen wirken.<sup>5)</sup>

*Wohnungsbau  
 etwas weniger  
 dynamisch als  
 zuletzt*

Der Wohnimmobilienmarkt ist nach wie vor von einem hohen Nachfrageüberhang gekennzeichnet. Zur weiterhin expansiven Grunddynamik der Wohnraumnachfrage tragen die günstigen Einkommensperspektiven der privaten Haushalte sowie die niedrigen Finanzierungskosten bei. Impulse kommen zudem von der arbeitsmarktorientierten Zuwanderung sowie der seit einigen Jahren zunehmenden Bevölkerungskonzentration in den Ballungsräumen. Das Angebot wurde – gemessen an den Wohnungsbauinvestitionen – noch bis Mitte des laufenden Jahres außergewöhnlich kräftig ausgeweitet. Im Sommerquartal stiegen letztere allerdings nur noch

## Eckwerte der gesamtwirtschaftlichen Prognose

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, kalenderbereinigt<sup>1)</sup>

Position	2016	2017	2018	2019
BIP (real)	1,9	2,6	2,5	1,7
desgl. unbereinigt	1,9	2,3	2,5	1,7
Verwendung des realen BIP				
Private Konsumausgaben	1,9	2,3	1,7	1,7
nachrichtlich: Sparquote	9,7	9,8	10,1	10,1
Konsumausgaben des Staates	3,7	1,3	1,8	1,9
Bruttoanlageinvestitionen	2,9	4,4	4,2	3,3
Unternehmensinvestitionen <sup>2)</sup>	2,5	4,1	4,8	3,2
Private Wohnungsbauinvestitionen	3,8	5,2	3,0	3,0
Exporte	2,4	5,0	5,4	3,8
Importe	3,8	5,3	6,0	5,1
nachrichtlich:				
Leistungsbilanzsaldo <sup>3)</sup>	8,2	7,9	8,0	7,7
Beiträge zum BIP-Wachstum <sup>4)</sup>				
Inländische Endnachfrage	2,3	2,4	2,1	1,9
Vorratsveränderungen	-0,1	-0,1	0,1	0,0
Exporte	1,1	2,3	2,6	1,8
Importe	-1,5	-2,0	-2,4	-2,1
Arbeitsmarkt				
Arbeitsvolumen <sup>5)</sup>	0,6	1,7	1,3	0,9
Erwerbstätige <sup>5)</sup>	1,3	1,5	1,1	0,7
Arbeitslose <sup>6)</sup>	2,7	2,5	2,4	2,3
Arbeitslosenquote <sup>7)</sup>	6,1	5,7	5,3	5,1
Löhne und Lohnkosten				
Tarifverdienste <sup>8)</sup>	2,1	2,1	2,6	2,9
Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer	2,4	2,7	2,9	3,3
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,2	2,6	2,7	3,1
Reales BIP je Erwerbstätigen	0,5	1,1	1,4	1,0
Lohnstückkosten <sup>9)</sup>	1,7	1,5	1,4	2,1
nachrichtlich: BIP-Deflator	1,3	1,5	1,8	2,1
Verbraucherpreise <sup>10)</sup>				
ohne Energie	0,4	1,7	1,6	1,7
Energiekomponente	-5,4	3,1	0,7	0,0
ohne Energie und Nahrungsmittel	1,1	1,3	1,6	1,9
Nahrungsmittelkomponente	1,3	2,7	2,0	1,9

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit. 2017 bis 2019 eigene Prognosen. **1** Falls Kalendereinfluss vorhanden. Angaben in Ursprungswerten befinden sich in der Tabelle auf S. 34. **2** Private Anlageinvestitionen ohne Wohnungsbau. **3** In % des nominalen BIP. **4** Rechnerisch, in Prozentpunkten. Abweichungen in der Summe rundungsbedingt. **5** Inlandskonzept. **6** In Millionen Personen (Definition der Bundesagentur für Arbeit). **7** In % der zivilen Erwerbspersonen. **8** Auf Monatsbasis; gemäß Tarifverdienstindex der Bundesbank. **9** Quotient aus dem im Inland entstandenen Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem realen BIP je Erwerbstätigen. **10** Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI).

Deutsche Bundesbank

<sup>5</sup> Vgl. dazu auch: Deutsche Bundesbank, Ein Referenzwert für die gewerblichen Investitionen in Deutschland, Monatsbericht, April 2017, S. 45–49.



## Rahmenbedingungen für die gesamtwirtschaftlichen Vorausschätzungen

Die hier vorgelegte Projektion basiert auf Annahmen über die Weltwirtschaft, die Wechselkurse, die Rohstoffpreise und die Zinssätze, die von Fachleuten des Eurosystems festgelegt wurden. Ihnen liegen Informationen zugrunde, die am 22. November 2017 verfügbar waren. Die Annahmen über die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum ergeben sich aus den Projektionen der nationalen Zentralbanken der Euro-Länder.<sup>1)</sup> Hinsichtlich der Finanzpolitik beziehen diese alle Maßnahmen ein, die verabschiedet sind oder die bereits hinreichend spezifiziert wurden und deren Umsetzung wahrscheinlich erscheint.

### **Weltwirtschaft im Aufschwung, Welthandel dynamisch**

Das Expansionstempo der Weltwirtschaft lag im Jahresverlauf 2017 leicht über den Erwartungen der Juni-Projektion. Für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften (ohne den Euroraum) wird davon ausgegangen, dass sich die Zuwachsraten von dem gegenwärtig recht hohen Niveau aus wieder etwas abschwächen. Das zuletzt kräftige Wirtschaftswachstum in den USA dürfte auch eine gewisse Gegenbewegung zu den eher mäßigen Zuwächsen im Winterhalbjahr 2016/2017 darstellen. Zudem trug die Vorratsdynamik deutlich zum Wirtschaftswachstum im dritten Vierteljahr 2017 bei, sodass weiterhin von einem gemäßigten konjunkturellen Grundtempo auszugehen ist.<sup>2)</sup> Vor dem Hintergrund der Diskussionen über Umfang und Umsetzung einer Steuerreform und weiterer expansiver Maßnahmen wurden die Erwartungen hinsichtlich der positiven Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum in den USA für die Jahre 2018 und 2019 gegenüber der Juni-Projektion herabgesetzt. Die Annahmen für die vorliegende Prognose wurden vor Verabschiedung des Steuerreformvorschlags im

US-Senat festgelegt. Bei einer Einigung darüber im US-Kongress könnte das Wirtschaftswachstum in den USA etwas höher ausfallen als hier zugrunde gelegt.

Die Schwellenländer dürften das inzwischen erreichte Expansionstempo im Projektionszeitraum weitgehend halten. Eine graduelle Wachstumsabschwächung in China wird dabei teilweise durch die Entwicklung in anderen ostasiatischen Ländern kompensiert. Zudem profitieren Russland und Brasilien weiter von der Erholung der Rohstoffmärkte. Insgesamt dürfte die Weltwirtschaft (ohne den Euroraum und bei Gewichtung mit Kaufkraftparitäten) in allen Jahren des Projektionszeitraums um 3¾% wachsen. Lediglich das kommende Jahr bildet eine Ausnahme, denn hier wird mit einer geringfügig höheren Zuwachsrate gerechnet.

Der Welthandel expandierte im Durchschnitt des laufenden Jahres stärker als in der vorangegangenen Projektion unterstellt. Für die Folgejahre wird eine leicht nachlassende Dynamik erwartet, die aber insbesondere im Jahr 2018 noch spürbar über dem in der Juni-Projektion unterstellten Expansionstempo liegen dürfte. Nach einem Zuwachs von 5½% im laufenden Jahr wird für den internationalen Handel (ohne den Euroraum) mit einem Plus von 4½% im kommenden Jahr gerechnet, das sich in den folgenden Jahren weiter ermäßigt.

---

<sup>1</sup> Die Projektionen der nationalen Zentralbanken der Euro-Länder wurden am 30. November 2017 abgeschlossen.

<sup>2</sup> Die Belastungen der US-Wirtschaft durch die Wirbelstürme dürften dabei gering gewesen sein. Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Zum Einfluss von Wirbelstürmen auf die wirtschaftliche Aktivität in den Vereinigten Staaten, Monatsbericht, November 2017, S. 16 f.

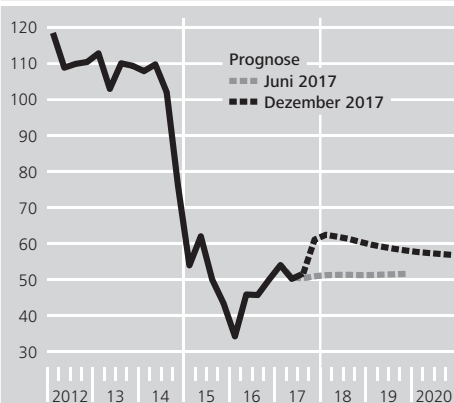
### Technische Annahmen der Prognose

Erwartungen einer Verlängerung der Ölproduktionskürzungen wichtiger Förderländer sowie die politischen Konflikte im Nahen Osten ließen bei gleichzeitig dynamischer Nachfrageentwicklung die Rohölpreise im Herbst dieses Jahres deutlich ansteigen. Die Terminnotierungen, aus denen die Ölpreisannahmen für den Projektionszeitraum abgeleitet werden, liegen über der Juni-Projektion, weisen aber – im Gegensatz zur vorangegangenen Vorausschätzung, als ein weitgehend konstantes Niveau unterstellt wurde – auf einen leichten Rückgang der Rohölpreise hin. Durch die Aufwertung der Gemeinschaftswährung ist der Abstand zu den Juni-Annahmen in Euro gerechnet deutlich geringer. Die Notierungen anderer Rohstoffe auf US-Dollar-Basis sollten nach dem kräftigen Zuwachs im Durchschnitt dieses Jahres im Einklang mit dem erwarteten Wachstum der Weltwirtschaft bis ins Jahr 2020 mit moderateren Raten ansteigen.

Am 26. Oktober 2017 beschloss der EZB-Rat, das monatliche Volumen der Nettokäufe im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten von derzeit 60 Mrd € ab Januar 2018 auf 30 Mrd € zu reduzieren. Ankäufe in dieser Höhe sollen bis Ende September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus fortgesetzt werden, und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung im Euroraum erkennt, die mit seinem Inflationsziel in Einklang steht. Der EZB-Rat geht zudem weiterhin davon aus, dass die Leitzinsen auch über den Zeitraum hinaus, in dem Nettoankäufe von Vermögenswerten getätigt werden, auf dem aktuellen Niveau bleiben werden. Die gefestigten Erwartungen einer anhaltend expansiven Geldpolitik trugen dazu bei, die Zinsen seit Abschluss der Juni-Projektion auf sehr niedrigem Niveau zu halten. Zwar sind die Markterwartungen bezüglich der zukünftigen Zinsentwicklung weiterhin etwas aufwärtsgerichtet, jedoch setzt der leichte

### Ölpreis

US-\$ je Barrel, vierteljährlich



Quellen: Bloomberg und Prognosen der EZB.  
 Deutsche Bundesbank

### Wichtige Annahmen der Prognose

Position	2017	2018	2019	2020
Wechselkurse für den Euro				
US-Dollar je Euro Effektiv <sup>1)</sup>	1,13	1,17	1,17	1,17
	112,1	115,3	115,3	115,3
Zinssätze				
EURIBOR-Dreimonatsgeld	-0,3	-0,3	-0,1	0,2
Umlaufrendite öffentlicher Anleihen <sup>2)</sup>	0,3	0,5	0,8	1,0
Rohstoffpreise				
Rohöl <sup>3)</sup>	54,9	61,6	58,9	57,3
Sonstige Rohstoffe <sup>4) 5)</sup>	7,9	3,3	3,4	4,3
Absatzmärkte der deutschen Exporteure <sup>5) 6)</sup>				
	5,4	4,4	3,9	3,7

<sup>1</sup> Gegenüber den Währungen der 38 wichtigsten Handelspartner des Euroraums (EWK-38-Gruppe), 1. Vj. 1999 = 100. <sup>2</sup> Umlaufrendite deutscher Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von über neun bis zehn Jahren. <sup>3</sup> US-Dollar je Fass der Sorte Brent. <sup>4</sup> In US-Dollar. <sup>5</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in %. <sup>6</sup> Kalenderbereinigt.

Deutsche Bundesbank

Anstieg, der für die weitere Entwicklung der Kurzfristzinsen und der Rendite neun- bis zehnjähriger Staatsanleihen unterstellt wird, jetzt erst etwas später ein als im Juni unterstellt. Ähnliches trifft auch auf die Bankkreditzinsen in Deutschland zu. Zu den Erwartungen anhaltend niedriger Zinsen passt, dass der Anteil der Unternehmen, die die Finanzierung als Risiko für ihre Geschäftsentwicklung nennen, laut einer Sonderauswertung des Deutschen Industrie- und Han-

delskammertags (DIHK) vom Sommer 2017 nach wie vor auf einem historisch niedrigen Niveau liegt.

Positive Konjunkturdaten für den Euroraum ließen den Euro seit dem Frühjahr sichtbar aufwerten. Veränderte Erwartungen in Bezug auf wirtschaftspolitische Impulse in den USA dürften die Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar im Verlauf des Sommers zusätzlich gestützt haben.<sup>3)</sup> Der Euro notierte in dem für die Ableitung der Wechselkursannahmen relevanten Zeitraum bei 1,17 US-\$ und damit 7¼% über den Annahmen der Juni-Projektion. In Bezug auf 38 für den Außenhandel wichtige Währungen liegt die Aufwertung im Durchschnitt bei 4½%.

### **Dynamische Konjunktorentwicklung im Euroraum**

Die Wirtschaft im Euroraum setzte im Jahresverlauf das hohe Expansionstempo des Winterhalbjahres 2016/2017 fort und übertraf die im Juni projizierte konjunkturelle Aufwärtsbewegung. Vor dem Hintergrund erwarteter weiterer Beschäftigungszuwächse, steigenden Lohnwachstums und zunehmender Kapazitätsauslastung dürften auch über den Prognosezeitraum deutliche Impulse von der Binnennachfrage ausgehen. Für die Ausfuhren wird mit Zuwächsen im Gleichschritt mit der robusten Entwicklung der ausländischen Absatzmärkte gerechnet. Deshalb wird für die Exporte über die kommenden Jahre eine leichte Abschwächung der gegenwärtig dynamischen Zuwachsraten erwartet, und auch für das zurzeit hohe Wachstum der Binnennachfrage wird mit einer Normalisierung gerechnet. Zudem wirkt in einigen Ländern das Arbeitsangebot zunehmend begrenzend. Somit dürfte sich das gesamtwirtschaftliche Expansionstempo im Euroraum über den Prognosezeitraum etwas abschwächen.

Aufgrund der gegenüber Juni verbesserten Aussichten für das außenwirtschaftliche Umfeld und die binnenwirtschaftliche Dyna-

mik wurden die Erwartungen für das BIP-Wachstum im Euroraum (ohne Deutschland) nach 2,3% im laufenden Jahr für das kommende Jahr um rund vier Zehntel auf 2,2% und für das Jahr 2019 um rund drei Zehntel auf 2,0% angehoben. Für 2020 wird ein Wirtschaftswachstum von rund 1,8% erwartet.

### **Finanzpolitische Maßnahmen moderat expansiv**

Die für Deutschland einbezogenen finanzpolitischen Maßnahmen wirken im Projektionszeitraum insgesamt und vor allem im kommenden Jahr moderat expansiv. Die Mindereinnahmen bei den einkommensabhängigen Steuern durch verschiedene Rechtsänderungen werden dabei aber von Mehreinnahmen durch die per saldo progressive Besteuerung in etwa kompensiert. Der Beitragssatz zur gesetzlichen Rentenversicherung wird im nächsten Jahr leicht von 18,7% auf 18,6% zurückgenommen. Gemäß dieser Prognose ist eine zusätzliche Verringerung um 0,1 Prozentpunkte im Jahr 2019 erforderlich, da andernfalls die Rücklagenobergrenze zum Jahresende 2019 erneut spürbar überschritten würde. Für die gesetzlichen Krankenkassen wird erwartet, dass sie im Durchschnitt ihre (kassenspezifischen) Zusatzbeitragssätze im kommenden Jahr geringfügig senken und danach unverändert lassen. Außerdem kommt es bei den Gebietskörperschaften zu stärkeren Ausgabenzuwächsen in verschiedenen Bereichen, nicht zuletzt für Sachinvestitionen, für die ein stärkerer Abfluss der bereitgestellten Mittel angenommen wird.

<sup>3</sup> Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Finanzmärkte, Monatsbericht, November 2017, S. 35 ff.



verhalten an, und auch für das gegenwärtige Winterhalbjahr zeichnet sich ein gemäßigter Zuwachs ab. Dies dürfte daran liegen, dass der Bausektor angesichts des nunmehr erreichten hohen Produktionsvolumens zunehmend an Kapazitätsgrenzen stößt. Die gemeldete Reichweite des Auftragsbestandes im Bauhauptgewerbe befindet sich ebenso wie die Geräteauslastung und das Geschäftsklima in der Branche auf sehr hohem Niveau, die Unternehmen berichten vermehrt von Schwierigkeiten bei der Gewinnung von Fachkräften, und die Baupreise ziehen spürbar an. Allerdings dürften die Baukapazitäten in den kommenden Jahren ausgeweitet werden. Die Wohnungsbauinvestitionen sollten daher weiter zunehmen, wenn auch mit mäßigerem Tempo als im laufenden Jahr. Der Angebotsengpass am Wohnimmobilienmarkt könnte sich allmählich zurückbilden, denn die Nachfrage dürfte weniger deutlich zulegen als in den letzten Jahren. Dies gilt insbesondere für Neubauten, deren Fertigstellungen zuletzt besonders lebhaft gestiegen waren. Dafür sprechen die im bisherigen Jahresverlauf nachgebenden Baugenehmigungen, die zu Jahresbeginn bereits von dem erhöhten Niveau des Vorjahres aus kräftig gesunken waren. Zudem dürften die rückläufige heimische Bevölkerungszahl sowie die – gemäß den Annahmen – nachlassende Zuwanderung perspektivisch den zusätzlichen Wohnungsbedarf dämpfen. Mit Blick auf die Wohnungsbauinvestitionen insgesamt wirkt dem nachlassenden Schwung beim Neubau entgegen, dass die Investitionen in den Wohnungsbestand etwa im Zusammenhang mit energetischen Sanierungen oder dem altersgerechten Umbau weiter ansteigen dürften.

*Allmählich abnehmende Preissteigerungsraten bei Wohnimmobilien*

Die zunehmende Angebotsausweitung spiegelte sich auch in der seit dem Winterquartal 2017 etwas ermäßigten Preisdynamik bei Wohnimmobilien wider. Zukünftig dürften die gleichwohl nach wie vor hohen Preiszuwächse, die teilweise über die von den makroökonomischen Bestimmungsfaktoren angelegten Raten hinausgehen, weiter nachlassen. Da sich Preisanpassungen am Immobilienmarkt typischerweise träge vollziehen, wird die aktuell

hohe Preisdynamik wohl in gewissem Maß auf die Raten in den kommenden Jahren ausstrahlen. Perspektivisch sollten die Preise in einem Tempo steigen, das die antizipierte Zunahme des verfügbaren Haushaltseinkommens sowie die erwartete Entwicklung der Zinssätze für Hypothekendarlehen nahelegen (vgl. Erläuterungen auf S. 24–26). Zudem dürften die Preisimpulse, die von der Arbeitsmarktzuwanderung sowie dem Bevölkerungsanstieg in den Städten ausgehen, tendenziell weiter abnehmen.

Die staatlichen Investitionen sollten im Projektionszeitraum merklich stärker als das BIP zulegen. Vor allem für die Verkehrsinfrastruktur sowie in den Bereichen Kinderbetreuung und Schulen wird auf der politischen Ebene ein größerer Investitionsbedarf wahrgenommen.<sup>6)</sup> Angesichts der günstigen Perspektiven für die Budgets der Gebietskörperschaften ist daher eine ausgeprägte Zunahme der Investitionstätigkeit plausibel. Dabei wird angenommen, dass derzeit augenscheinlich bestehende Planungspässe beim Staat zunehmend überwunden werden können. Auch hat der Bund umfangreiche Investitionsmittel für finanzschwache Kommunen bereitgestellt. Nicht zuletzt nach der Aufstockung mit einer Erweiterung der Verwendungsmöglichkeiten sollten diese in den kommenden Jahren in deutlich größerem Umfang als bisher genutzt werden.

*Staatliche Investitionen steigen deutlich*

Für das kommende Jahr ergibt sich damit wie schon in diesem Jahr ein kräftiger Anstieg der Bruttoanlageinvestitionen insgesamt. Aufgrund schwächer zulegender gewerblicher Investitionen wird der Zuwachs im Jahr 2019 etwas nachlassen. Aus heutiger Sicht dürfte sich diese Entwicklung auch im Jahr 2020 fortsetzen.

*Bruttoanlageinvestitionen mit kräftigen, aber abnehmenden Wachstumsimpulsen*

Die privaten Haushalte weiteten im Sommerhalbjahr insgesamt ihre Konsumausgaben trotz

---

<sup>6</sup> Vor dem Hintergrund vergangener Entwicklungen und Beschlüsse sowie der bisherigen Planungen des Bundes werden außerdem Zuwächse der Ausgaben für Verteidigung angenommen. Größere militärische Beschaffungen werden in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) als staatliche Ausrüstungsinvestitionen erfasst.

## Ein Modell der Preisentwicklung bei Wohnimmobilien in Deutschland

Die Projektionen des Eurosystems für die länderspezifische Entwicklung wichtiger gesamtwirtschaftlicher Größen sollen zukünftig auch als Ausgangsbasis für die Szenario-rechnungen dienen, die den Bankenstresstests der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA) zugrunde liegen. Zu diesen Größen gehören unter anderem Preise für Wohnimmobilien, für die die Bundesbank bislang keine Projektion veröffentlicht hat. Aus den gesamtwirtschaftlichen Vorausschätzungen der Bundesbank für die deutsche Wirtschaft können die für diese Stresstests erforderlichen Angaben zu Wohnimmobilienpreisen in Deutschland abgeleitet werden. Gleichwohl sind diese aus geldpolitischer Sicht von untergeordneter Bedeutung. Durch die Einbettung in die gesamtwirtschaftlichen Projektionen wird sichergestellt, dass die abgeleiteten Setzungen der Wohnimmobilienpreise, wie im Rahmen der Stresstests gefordert, im Einklang mit der erwarteten gesamtwirtschaftlichen Entwicklung stehen.<sup>1)</sup>

Der Fortschreibung der Preise für Wohnimmobilien in Deutschland liegt ein ökonomischer Ansatz zugrunde, dessen Kernbestandteil eine langfristige Gleichgewichtsbeziehung zwischen den Wohnimmobilienpreisen, dem verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte sowie der Zinsentwicklung für Hypothekarkredite ist. Der Fehlerkorrekturansatz erfasst auch die Dynamik der kurzfristigen Preisanpassung hin zu der Gleichgewichtsbeziehung, wenn die Wohnimmobilienpreise temporär von ihr abweichen.<sup>2)</sup> Die langfristige Gleichgewichtsbeziehung kann als ein um die Zinsentwicklung korrigiertes Preis-Einkommen-Verhältnis interpretiert werden. Dabei wird unterstellt, dass die Wohnimmobilienpreise langfristig und unter Berücksichtigung von

Änderungen des Zinsniveaus im Einklang mit der Einkommensentwicklung stehen. In der kurzen Frist fließt zudem der wechselseitige Zusammenhang zwischen Preisveränderungen und Wohnbaufertigstellungen in das Modell ein. Während Zuwächse beim Wohnungsbestand preisdämpfende Effekte haben dürften, ist davon auszugehen, dass Preiszuwächse für sich genommen Anreize zur Angebotsausweitung ausüben.<sup>3)</sup> Darüber hinaus fließt die Teuerungsrate bei Bauleistungen in die Kurzfristgleichungen ein.<sup>4)</sup>

Der empirische Ansatz steht im Einklang mit dem theoretischen Konzept eines Bestands-gleichgewichts am Markt für Wohnimmobilien, nach dem sich sowohl die Preise als auch das Wohnungsangebot zum Ausgleich von Angebot und Nachfrage am Wohnungsmarkt anpassen können.<sup>5)</sup> Der Woh-

1 Vgl.: EBA, 2018 EU-wide stress test – Methodological note, 17. November 2017.

2 Vgl.: C. Leung (2014), Error Correction Dynamics of House Prices: An Equilibrium Benchmark, *Journal of Housing Economics* 25, S. 75–95; S. Malpezzi (1999), A Simple Error Correction Model of House Prices, *Journal of Housing Economics* 8, S. 27–62.

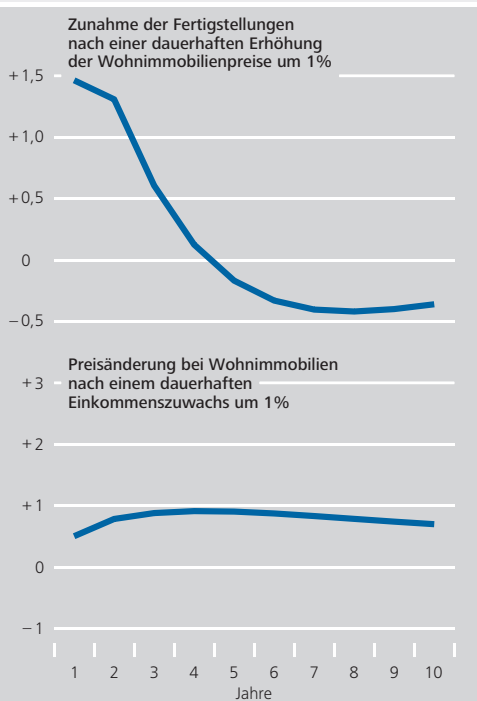
3 Vgl.: C. Mayer und T. Somerville (2000), Residential Construction: Using the Urban Growth Model to Estimate Housing Supply, *Journal of Urban Economics* 48, S. 85–109. Der Ansatz, die Preisveränderungsrate von Wohnimmobilien in der kurzen Frist mit den Wohnbauinvestitionen bzw. den Fertigstellungen in Verbindung zu bringen, entspricht der Sichtweise, wonach im langfristigen Gleichgewicht weder eine Preisänderung noch eine Bestandsausweitung erforderlich sind.

4 Die Kreditentwicklung ist momentan nicht Bestandteil des Modells, da ein ökonomisch und statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen den Wohnimmobilienpreisen und der Vergabe von Wohnungsbaukrediten bislang nicht hinreichend trennscharf ermittelt werden konnte. Dafür könnte eine Rolle spielen, dass sich der qualitätsbereinigte Preisindex für Wohnimmobilien, der den Schätzungen zugrunde liegt, auf eine hypothetische Wohnung mit konstruktionsbedingt zeitinvarianten Eigenschaften wie Alter, Größe oder Lage bezieht. Verfügbare Angaben zur Kreditvergabe spiegeln dagegen den tatsächlichen regionalen Mix sowie die durchschnittlichen Eigenschaften aus wechselnden Objekttypen wider.

5 Vgl.: D. DiPasquale und W. Wheaton (1994), Housing Market Dynamics and the Future of House Prices, *Journal of Urban Economics* 35, S. 1–27.

### Geschätzte Wirkungszusammenhänge am Wohnimmobilienmarkt

Abweichung von der Basislinie in %



Deutsche Bundesbank

nungsbestand ergibt sich dabei langfristig aus den kumulierten Angebotsänderungen aufgrund von Baufertigstellungen und Wohnungsabgängen.<sup>6)</sup> Wie allgemein üblich wird in einem ersten Schritt das Zusammenspiel der verschiedenen Einflussfaktoren auf Basis von Vergangenheitsdaten ermittelt. In einem zweiten Schritt werden diese Ergebnisse benutzt, um die zukünftige Immobilienpreisdynamik abzuschätzen.

Die Preisentwicklung bei Wohnimmobilien wird in dem empirischen Ansatz anhand des Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum in Deutschland des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) erfasst, für den vierteljährliche Angaben seit dem Jahr 2003 vorliegen.<sup>7)</sup> Die preisreagible Wohnraumangebotsänderung bezieht sich auf die Zahl der Wohnungsfertigstellungen einschließlich der Maßnahmen in bestehenden Gebäuden, während bestandsvermindernde Wohnungsabgänge in den Rechnungen an-

nahmegemäß nicht auf Preissignale reagieren.

Laut den Schätzergebnissen wirken sich Einkommenszuwächse bei den privaten Haushalten langfristig positiv auf die Preise für Wohnimmobilien aus, während ein höheres

<sup>6</sup> Veränderungen beim Wohnungsleerstand bleiben in dem Ansatz unberücksichtigt.

<sup>7</sup> Der mittels hedonischer Methoden qualitätsbereinigte vdp-Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum spiegelt die Preisentwicklung bei Eigentumswohnungen und Häusern in Deutschland wider. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Preise für Wohnimmobilien in Deutschland im Jahr 2009, Monatsbericht, Februar 2010, S. 62 f. Länger zurückreichende, statistisch konsistente vierteljährliche Angaben zur gesamtwirtschaftlichen Preisentwicklung bei Wohnimmobilien in Deutschland liegen nicht vor. Die zeitliche Vergleichbarkeit des Häuserpreisindex des Statistischen Bundesamtes ist erst mit Abschluss der Aufbauphase ab dem Berichtsjahr 2014 gewährleistet. Vgl.: Statistisches Bundesamt, Qualitätsbericht Häuserpreisindex, 17. Januar 2017.

Zinsniveau die Preise eher drückt.<sup>8)</sup> Der geschätzte langfristige Zinsseffekt spiegelt dabei auch den außerordentlich kräftigen Rückgang des Zinsniveaus in den Jahren 2011 bis 2016 wider, der mit der jüngsten Aufschwungphase der deutschen Immobilienpreise zusammenfiel. Die Preise für Wohnimmobilien lagen zuletzt merklich über den Schätzwerten auf Grundlage der Langfristbeziehung.<sup>9)</sup> Die Schätzergebnisse für die kurzfristige Anpassungsdynamik – einschließlich der verzögerten Wirkung von Preisänderungen – deuten gleichwohl darauf hin, dass vor allem Preisänderungen dafür sorgen, dass sich der Immobilienmarkt perspektivisch wieder seinem langfristigen Gleichgewicht nähert.<sup>10)</sup>

Die empirischen Ergebnisse lassen sich mithilfe von modellbasierten Reaktionen der Immobilienpreise und der Fertigstellungen auf unerwartete Änderungen der übrigen Einflussgrößen veranschaulichen (vgl. Schaubild auf S. 25).<sup>11)</sup> Beispielsweise führen Immobilienpreissteigerungen zu einer Ausweitung der Fertigstellungen, was konsistent mit preisbedingten Investitionsanreizen ist. Von exogenen Bestandsausweitungen gehen den Ergebnissen zufolge indes eher geringe preisdämpfende Effekte aus. Hingegen dürften Einkommenszuwächse oder eine Zinsermäßigung einen vergleichsweise großen Einfluss auf die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland haben. Insgesamt legen die Simulationsergebnisse eine eher träge Anpassung des deutschen Wohnimmobilienmarkts an exogene Entwicklungen nahe.

Die aus der Vergangenheit abgeleiteten Schätzergebnisse für die Preisdynamik bei Wohnimmobilien sowie der Fertigstellungen dienen unter Berücksichtigung der Langfristbeziehung zur Fortschreibung der Preise für Wohnimmobilien. Dabei stellt die Konditionierung auf die Vorausschätzungen für das verfügbare Haushaltseinkommen und die

Baupreissteigerungen sowie die Annahmen zur Zinsentwicklung sicher, dass die Projektion der Immobilienpreise im Einklang mit der erwarteten gesamtwirtschaftlichen Entwicklung steht. Daneben können auch weitere preisrelevante Aspekte wie beispielsweise regionale Verschiebungen der Wohnraumnachfrage mit in den Blick genommen werden, die der Modellrahmen nicht ohne Weiteres erfasst. Ohne sie wäre die Einordnung in die gesamtwirtschaftlichen Zusammenhänge unvollständig.

---

**8** Nominale Größen fließen bereinigt um das allgemeine Preisniveau gemessen am BIP-Deflator in die Schätzungen ein. Eine Ausnahme bilden die Wohnimmobilienkreditzinsen, die um die umfragebasierten Angaben von Consensus Economics für längerfristige Inflationserwartungen korrigiert wurden. Zudem wurden die Mengenvariablen in den Rechnungen ins Verhältnis zur Zahl der Privathaushalte gesetzt. Die Schätzung stützt sich auf den Zeitraum vom ersten Vierteljahr 2003 bis zum dritten Vierteljahr 2017.

**9** Für Bewertungszwecke ist dieser Ansatz bislang nicht ohne Weiteres geeignet, u. a. da das Haushaltseinkommen oder die Hypothekenzinsen im Schätzzeitraum nicht unbedingt ihre längerfristig geltenden Niveaus annehmen und sich diesen unter Umständen nur langsam wieder annähern. Die Angaben der Bundesbank zu Überbewertungen bei Wohnimmobilien basieren aktuell auf einem anderen, regional differenzierten Schätzmodell. Sie beziehen sich dabei auf einen geschätzten fundamental gerechtfertigten Immobilienpreis, dem konzeptionell die nachhaltigen Komponenten der wirtschaftlichen und soziodemografischen Einflussgrößen zugrunde liegen. Vgl.: F. Kajuth, N. Pinkwart und T. Knetsch (2016), *Assessing House Prices in Germany: Evidence from a Regional Dataset*, *Journal of European Real Estate Research* 9 (3), S. 286–307.

**10** Der geschätzte Anpassungskoeffizient in der Immobilienpreisgleichung ist negativ. Zudem belegen statistische Tests, dass weder das Haushaltseinkommen noch das Zinsniveau aus gesamtwirtschaftlicher Sicht zur Gleichgewichtsanpassung am Immobilienmarkt beitragen.

**11** Die Ermittlung der strukturellen Zusammenhänge basiert auf einer rekursiven Identifikation, wonach finanzielle Größen wie Immobilienpreise oder Hypothekenzinsen annahmegemäß schneller auf übrige Schocks reagieren als reale Größen wie die Baufertigstellungen oder das Haushaltseinkommen. Vgl.: K. Tsatsaronis und H. Zhu (2004), *What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence*, *Bank for International Settlements Quarterly Review*; und C. Goodhart und B. Hoffmann (2008), *House prices, money, credit and the macro-economy*, *Oxford Review of Economic Policy* 24 (1), S. 180–205.

*Privater Verbrauch durch gute Arbeitsmarktlage geprägt*

einer Delle im dritten Vierteljahr deutlich aus. Zudem stockten sie ihre Ersparnisse vermehrt auf. Angesichts der sehr guten Konjunktur und der glänzenden Verfassung des deutschen Arbeitsmarktes bleibt der private Verbrauch klar aufwärtsgerichtet, wobei in der kurzen Frist zugleich die Sparquote noch etwas ansteigen könnte. Im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums dürfte sich jedoch die derzeit außergewöhnlich hohe Dynamik der realen verfügbaren Einkommen spürbar ermäßigen. Maßgeblich für diese Erwartung ist, dass durch die zunehmenden Angebotsverknappungen auf dem Arbeitsmarkt auch bei anhaltend hoher Nachfrage ein merklich langsamerer Beschäftigungsaufbau vorgezeichnet ist und dieser wohl nur teilweise durch stärker steigende Real-löhne ausgeglichen wird. Bei einem weitgehend unveränderten Sparverhalten der privaten Haushalte dürfte somit auch der private Verbrauch entsprechend schwächer expandieren.

*Staatsverbrauch mit deutlichem Zuwachs*

Der Staatsverbrauch war im vergangenen Jahr, auch infolge der Mehraufwendungen für die zugewanderten Flüchtlinge, deutlich gestiegen. Die diesbezüglichen Mittel dürften nunmehr spürbar zurückgehen, insbesondere weil sich die Hilfen zunehmend in den Bereich des Arbeitslosengeldes II sowie damit verbundener Leistungen verlagern. Dies bremst die Zunahme des Staatskonsums vor allem im laufenden Jahr merklich. Danach ist dann wieder eine Beschleunigung zu erwarten, die zu dem insgesamt expansiven fiskalischen Kurs beiträgt. Zum wieder stärkeren Anstieg der Sachkäufe dürfte eine Fortsetzung des spürbaren Personalaufbaus hinzukommen, und auch die Sachleistungen für Gesundheit und Pflege sollten weiter deutlich zulegen.

*Kräftig steigende Einfuhren, besonders in der kurzen Frist*

Die Einfuhren von Waren und Dienstleistungen nach Deutschland dürften im Jahr 2018 den kräftigen Zuwachs des laufenden Jahres sogar noch etwas übertreffen, dann aber nach und nach etwas an Schwung verlieren. Dieses zeitliche Profil spiegelt mit den Exporten und den Unternehmensinvestitionen die Entwicklung derjenigen Nachfragekomponenten wider, die

sich in besonders hohem Ausmaß direkt und indirekt über Vorleistungen aus Importen speisen. Neben den aufgrund der Annahmen für die internationalen Rohstoffpreise nur verhalten steigenden Importpreisen werden die Einfuhren auch dadurch gestützt, dass die Verflechtungen der deutschen Volkswirtschaft mit dem Ausland weiter zunehmen und daher die Importanteile aller Nachfragekomponenten zulegen dürften. Von der hohen Nachfrage Deutschlands nach ausländischen Produkten sollten andere Euro-Mitgliedsländer wegen ihrer steigenden preislichen Wettbewerbsfähigkeit besonders profitieren. Gleichwohl sind auch bei den Importen von Handelspartnern außerhalb des Euroraums recht kräftige Zuwachsraten zu erwarten.

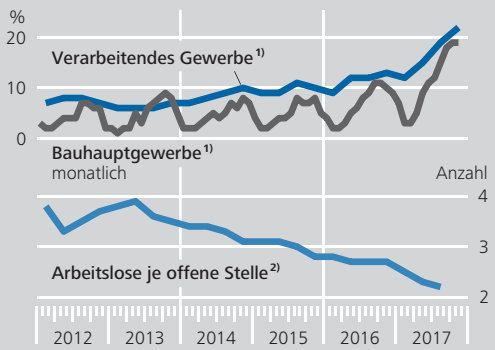
Der hohe Leistungsbilanzüberschuss wird sich im Projektionszeitraum voraussichtlich nur wenig verringern. Dahinter stehen gegenläufige Preis- und Mengeneffekte in der Handelsbilanz und die Erwartung, dass sich im Projektionszeitraum bei den Primär- und Sekundäreinkommen im Saldo keine größeren Änderungen ergeben. Im laufenden Jahr dürfte der Handelsbilanzüberschuss trotz der starken Ausweitung der Exporte zurückgehen. Dafür sind Preiseffekte ausschlaggebend, da sich die Einfuhren aufgrund gestiegener Rohölpreise stärker verteuern als die Ausfuhren. Dieses Bild dürfte sich bis 2019 umkehren. Dann steigen unter den getroffenen Annahmen für die internationalen Rohstoffpreise und die Wechselkurse die Importpreise nur verhalten an, während die Exportpreise aufgrund des inländischen Lohnkostendrucks deutlich stärker zulegen. Dem steht jedoch entgegen, dass in realer Betrachtung die Einfuhren angesichts der kräftigen Binnennachfrage dann stärker wachsen als die Ausfuhren, sodass der Handelsbilanzüberschuss insgesamt noch etwas weiter zurückgehen könnte. Dies gilt auch für den Saldo der Leistungsbilanz, der gleichwohl mit voraussichtlich 7,7% des BIP im Jahr 2019 anhaltend hoch bleibt.

*Leichter Rückgang beim Leistungsbilanzüberschuss*



## Arbeitskräfteknappheit

vierteljährlich



**1** Anteil der Betriebe, die eine Behinderung der Produktion durch Arbeitskräftemangel melden. Quelle: ifo Institut. **2** Registrierte Arbeitslose gemäß Bundesagentur für Arbeit geteilt durch das Gesamtwirtschaftliche Stellenangebot gemäß Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung; saisonbereinigt.

Deutsche Bundesbank

## Arbeitsmarkt

Weitere Verbesserung der sehr guten Arbeitsmarktlage im Sommerhalbjahr und auch um die Jahreswende 2017/2018

Der Arbeitsmarkt setzte im Frühjahr und Sommer des laufenden Jahres seine sehr günstige Entwicklung fort. Der Beschäftigungszuwachs blieb in den letzten sechs Monaten zwar hinter dem außerordentlich kräftigen Anstieg im Winterhalbjahr 2016/2017 zurück, er war aber gleichwohl etwas stärker als in der Juni-Projektion unterstellt. Die registrierte Arbeitslosigkeit verringerte sich etwa im prognostizierten Ausmaß. Die gute Entwicklung am Arbeitsmarkt wird wohl auch um die Jahreswende 2017/2018 anhalten. Den Frühindikatoren zufolge dürfte die Beschäftigung weiter kräftig steigen und die Zahl der Arbeitslosen sinken.

Arbeitsmarktanspannung wird weiter zunehmen, da ...

Bereits in der jüngeren Vergangenheit verstärkte sich die Anspannung am Arbeitsmarkt. Die Unterbeschäftigung sank, und die Zahl der unbesetzten offenen Stellen stieg, sodass in den ersten drei Quartalen 2017 rechnerisch gerade noch 2,3 Arbeitslose auf eine offene Stelle kamen.<sup>7)</sup> Dieser Trend wird sich in den folgenden Jahren fortsetzen. Während angesichts der starken Konjunktur die Nachfrage nach Arbeitskräften weiter deutlich zunehmen dürfte, wird die Zahl der potenziell dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehenden Arbeitskräfte zukünftig ganz erheblich langsamer wachsen.

Ein wesentlicher Grund für den in den nächsten Jahren immer gedämpfteren Zuwachs der Erwerbspersonenzahl liegt in der demografischen Entwicklung. So sinkt nicht nur die Zahl der Personen im erwerbsfähigen Alter zunehmend schneller, sondern zusätzlich verschiebt sich auch die Altersstruktur, sodass die Altersgruppen mit der höchsten Erwerbsbeteiligung in Zukunft schwächer besetzt sein werden.<sup>8)</sup>

... demografische Entwicklung Arbeitsangebot dämpft, ...

Außerdem ist davon auszugehen, dass die Zuwanderung in den nächsten Jahren weniger stark zur Ausweitung des Arbeitsangebots beitragen wird. Bereits im vergangenen Jahr ging die Zahl der Migranten per saldo signifikant zurück. Dies betraf zum einen die Zahl der Flüchtlinge. Diese werden im Fall eines positiven Bescheids ihrer Asylbegehren allerdings erst allmählich als Erwerbspersonen auf dem deutschen Arbeitsmarkt aktiv und daher das Arbeitsangebot noch eine Weile stützen. Da die meisten Asylverfahren der in den Jahren 2014 bis 2016 eingereisten Flüchtlinge mittlerweile beendet sind und die Gesamtschutzquote nur bei etwa 50% liegt, ist auch eine große Zahl an Personen ausreisepflichtig und tritt damit nicht am Arbeitsmarkt auf. Für das zukünftige Arbeitsangebot ganz entscheidend ist, dass sich wesentlich weniger Personen aus anderen EU-Mitgliedsländern nach Deutschland orientieren. Während kurz nach Einführung der Arbeitnehmerfreizügigkeit der Zuwanderungsstrom aus den mittel- und osteuropäischen EU-Staaten nach Deutschland zunächst relativ einseitig war, ziehen jetzt zunehmend Personen in die Gegenrichtung. Das führt zu geringeren Wanderungssalden. In diesen Ländern sind die Einkommen zuletzt deutlich stärker gewachsen als in Westeuropa. Zudem sinkt dort und in den südeuro-

... Zuwanderung nachlässt ...

<sup>7</sup> Gemessen am Verhältnis der registrierten Arbeitslosen zur Zahl der Vakanzen gemäß Gesamtwirtschaftlichem Stellenangebot, wie es vom Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB) ermittelt wird. Der Indikator gibt zwar allgemein Auskunft über die Arbeitsmarktanspannung, kann jedoch nur ungefähr das Problem fehlender Passgenauigkeit zwischen den Anforderungen der offenen Stellen und den Qualifikationen der Arbeitslosen wiedergeben.

<sup>8</sup> Vgl. dazu auch: Deutsche Bundesbank, Demografischer Wandel, Zuwanderung und das Produktionspotenzial der deutschen Wirtschaft, Monatsbericht, April 2017, S. 37–50.

päischen EU-Ländern die Arbeitslosigkeit und in der Folge die Migrationswahrscheinlichkeit. Der Austritt des Vereinigten Königreiches aus der EU könnte zwar in gewissem Maß Wanderungsströme nach Deutschland auslösen oder umlenken. Allerdings waren zumindest die Zuwanderungszahlen aus Osteuropa nach Großbritannien schon kurz vor dem Austrittsvotum nicht mehr sonderlich hoch.

*... und Erwerbsbeteiligung langsamer steigt*

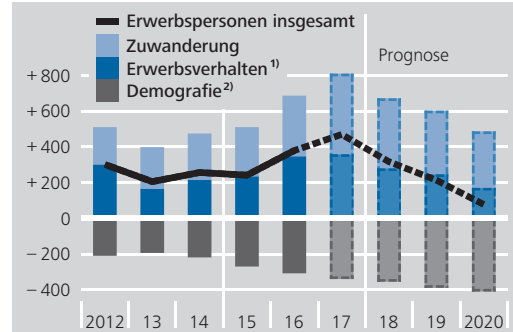
Die Erwerbsbeteiligung dürfte zwar mit der Verbesserung der Arbeitsplatzbedingungen sowie der Möglichkeiten zur Vereinbarkeit von Familie und Beruf weiter zulegen. Im internationalen Vergleich hat sie inzwischen allerdings bereits ein sehr hohes Niveau erreicht, und in einzelnen Altersgruppen sind Sättigungseffekte deutlich zu erkennen. Insofern dürfte es trotz der derzeitig herausragend guten Lage am deutschen Arbeitsmarkt, die die Aufnahme einer Erwerbstätigkeit besonders leicht macht, schwierig werden, die Erwerbsquote im gleichen Maß wie in den vergangenen Jahren zu erhöhen.

*Weitere moderate Rückgänge der Arbeitslosigkeit, erhebliche Verlangsamung des Beschäftigungswachstums*

Die zunehmend hohe Anspannung am Arbeitsmarkt wird der Projektion zufolge dazu führen, dass die durchschnittliche Dauer von Arbeitslosigkeitsphasen weiter sinkt und auch Personen mit Vermittlungshemmnissen häufiger den Weg aus der Arbeitslosigkeit finden. Die Arbeitslosenquote könnte daher im Projektionszeitraum zwar auf etwa 5% sinken. Dennoch wird sich der im laufenden Jahr mit 1,5% ausgesprochene starke Zuwachs der Erwerbstätigkeit bis zum Jahr 2019 etwa halbieren und im Jahr 2020 nochmals deutlich geringer ausfallen. Hinsichtlich des Arbeitsvolumens könnte eine vor allem konjunkturbedingt steigende Arbeitszeit je Erwerbstätigen einen gewissen Ausgleich bieten. Bereits 2017 drehte sich der trendmäßige Rückgang, der auf dem steigenden Anteil der Teilzeitbeschäftigten beruht, um. Auch in den nächsten Jahren werden voraussichtlich vermehrt Überstunden geleistet und weniger Personen unfreiwillig in Teilzeit arbeiten, zudem wird die Arbeitszeit der Teilzeitbeschäftigten weiter steigen. In der Gesamtschau wird die Zunahme des Arbeitsvolumens im Laufe des Pro-

## Erwerbspersonen

Veränderung gegenüber Vorjahr, in Tsd Personen



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. 2017 bis 2020 eigene Prognosen. **1** Der Einheimischen. **2** Enthält den demografischen Effekt der Veränderung der einheimischen Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter sowie Veränderungen, die aus Verschiebungen in der Altersstruktur der Einheimischen auf die Erwerbsbeteiligung resultieren.

Deutsche Bundesbank

jektionszeitraums aufgrund der Arbeitsangebotsbeschränkungen dennoch deutlich abgebrems.

## Arbeitskosten und Preise

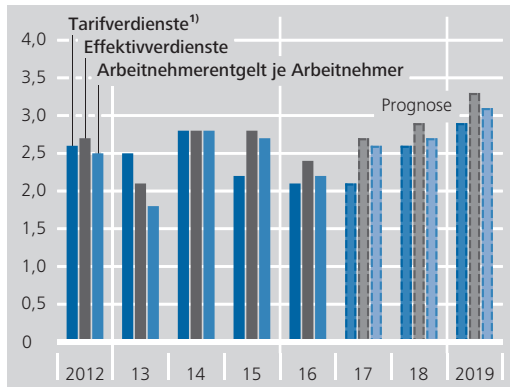
Gemessen an der hohen Anspannung am Arbeitsmarkt steigen die Tarifverdienste auch im Jahr 2017 lediglich verhalten.<sup>9)</sup> Die in den Jahren zuvor niedrigen Produktivitätszuwächse und Teuerungsraten auf der Verbraucherstufe und die hohe Nettozuwanderung aus anderen Ländern der EU, die das Angebot an verfügbaren Arbeitskräften erweiterte, trugen zur vergleichsweise gedämpften Lohnentwicklung bei. Vor allem aufgrund der hervorragenden konjunkturellen Lage, die sich auch in stärkeren Produktivitätszuwächsen niederschlägt, und der deutlich zunehmenden inländischen Arbeitsmarktanspannung, aber auch wegen der mittlerweile höheren Inflationsraten wird angenommen, dass die Sozialpartner in der „großen“ Tarifrunde 2018 spürbar höhere Abschlussätze aushandeln als zuvor. Die in den vergangenen

*Deutlich stärkerer Tarifverdienstanstieg ab 2018*

<sup>9</sup> In den Vorausschätzungen der Tarifverdienststeigerungen werden sämtliche in der Tarifverdienststatistik der Bundesbank erfassten Abschlüsse der Vergangenheit (etwa 500 Entgelt-Tarifverträge und Besoldungsregelungen) berücksichtigt und am Ende ihrer vertraglichen Laufzeit unter Beachtung gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen und branchenspezifischer Besonderheiten fortgeschrieben.

### Tarif- und Effektivverdienste sowie Arbeitnehmerentgelte

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, auf Monatsbasis



Quelle: Statistisches Bundesamt. 2017 bis 2019 eigene Prognosen. <sup>1</sup> Gemäß Tarifverdienstindex der Bundesbank.  
 Deutsche Bundesbank

Jahren hohe arbeitsmarktbedingte Migration dürfte zwar noch längere Zeit nachwirken und für sich genommen die Lohnentwicklung auch im Projektionszeitraum dämpfen. Aber die Personalengpässe werden sich in den Jahren 2019 und 2020 voraussichtlich weiter verstärken, so dass die Tarifverdienste dann noch dynamischer steigen als im Jahr 2018.

Die Effektivverdienste dürften im gesamten Projektionszeitraum deutlich stärker zulegen als die Tarifverdienste. Zyklisch bedingte Arbeitszeiterhöhungen, leistungsorientierte Lohnprämien und vermehrte übertarifliche Entlohnungen in Bereichen, in denen der Arbeitskräftemangel besonders ausgeprägt ist, werden die wesentlichen Treiber der durchgängig positiven Lohn drift sein.<sup>10)</sup> Damit werden auch die durchschnittlichen Arbeitnehmerentgelte, die zusätzlich zu den Effektivverdiensten noch die Sozialbeiträge der Arbeitgeber enthalten, im Projektionszeitraum deutlich anziehen. Wie in den Vorjahren werden sie jedoch mit leicht geringeren Raten ansteigen als die Effektivverdienste, zumal der Beitragssatz zur gesetzlichen Rentenversicherung in den kommenden beiden Jahren leicht sinkt. Die bereits seit dem Jahr 2012 anhaltende, im historischen Vergleich kräftige Aufwärtsbewegung der Lohnstückkosten wird gleichwohl im laufenden und kommenden Jahr merklich gedämpft, da die leichte Verstärkung

*Kräftiger Lohnstückkostenanstieg nur vorübergehend durch hohe Produktivitätszuwächse gedämpft*

des Arbeitskostenanstiegs von der konjunkturell bedingt ausgesprochen kräftigen Erhöhung des Produktivitätsanstiegs übertroffen wird. Ab dem Jahr 2019 dürften die Lohnstückkosten wieder deutlich stärker steigen.

Das Profil der Lohnstückkosten bestimmt zusammen mit den Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Gewinnmargen den am BIP-Deflator gemessenen binnenwirtschaftlichen Preisanstieg. Der vorübergehend gedämpfte Anstieg der Lohnstückkosten sollte es den Unternehmen vor dem Hintergrund der guten Konjunkturlage für sich genommen erlauben, ihre Gewinnmargen kurzfristig auszuweiten. Dem wirkt im laufenden Jahr allerdings die Verschlechterung des realen Austauschverhältnisses mit dem Ausland infolge der wieder anziehenden Energiepreise entgegen. Ohne eine weitere Verschlechterung des realen Austauschverhältnisses sollten die Margen im kommenden Jahr jedoch deutlich ansteigen. Ab dem Jahr 2019 stabilisieren sich die Gewinnmargen dann mit den wieder stärker zulegenden Lohnstückkosten weitgehend. Insgesamt dürfte die am BIP-Deflator gemessene binnenwirtschaftliche Teuerung von 1,5% im laufenden Jahr bis zum Jahr 2019 auf 2,1% ansteigen und sich im Jahr 2020 noch weiter verstärken.

*Am BIP-Deflator gemessener binnenwirtschaftlicher Preisanstieg nimmt deutlich zu*

Die Verbraucherpreise stiegen ab dem dritten Quartal 2017 stärker an als in der Juni-Projektion erwartet. Dies war zum einen auf höhere Rohölnotierungen zurückzuführen, die die Energiepreise erheblich nach oben trieben. Zum anderen übertrafen die Nahrungsmittelpreise die Prognose wegen dynamischerer Rohstoffpreise und teurerer Tabakwaren. Ohne die beiden volatilen Komponenten Energie und Nahrungsmittel gerechnet, zog die Rate allerdings etwas weniger stark an als im Juni angenommen. Vor

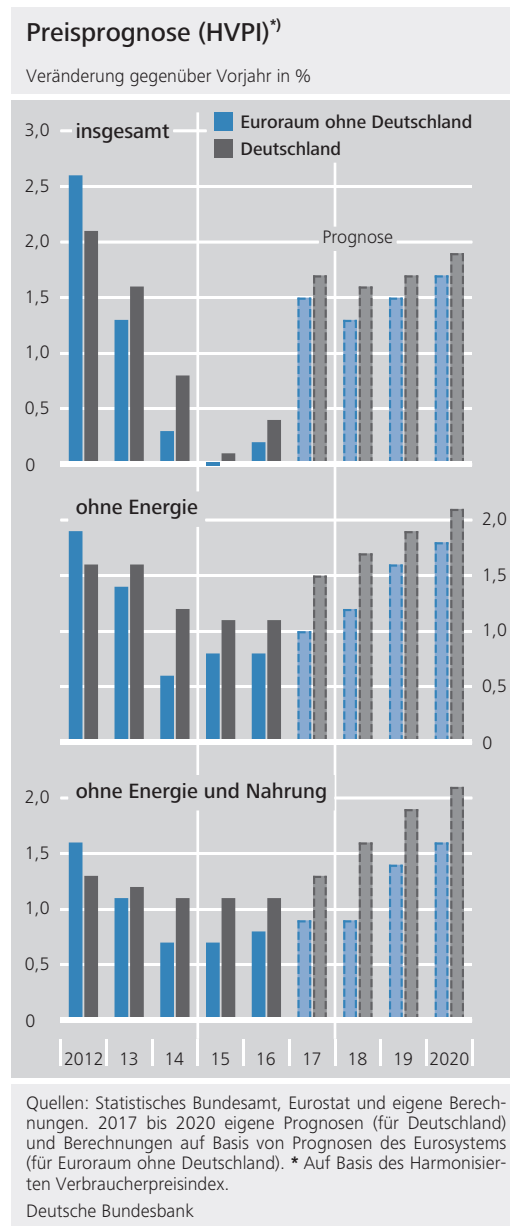
*Preisanstieg zuletzt stärker als erwartet*

<sup>10</sup> Zudem ist von der unterstellten Anhebung des allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns im Jahr 2019 ein Aufwärtsdruck auf die Löhne in Entgeltsegmenten zu erwarten, die nicht in der Tarifverdienststatistik erfasst werden. Dieser dürfte sich daher in der Lohn drift niederschlagen. In den Jahren 2018 und 2020, in denen der Mindestlohn nicht angehoben wird, ist mit einer gewissen Gegenbewegung zu rechnen.

allem Dienstleistungen verteuerten sich zuletzt merklich schwächer als erwartet. Maßgeblich dafür war, dass im Oktober nicht nur Beiträge für Kfz-Versicherungen spürbar gekürzt wurden, sondern auch die Preise für Pauschalreisen<sup>11)</sup> deutlich nachgaben. Schließlich setzten die Mieten ihre bei Abschluss der Juni-Prognose verzeichneten, leicht höheren Steigerungsraten nicht fort. Dagegen verteuerten sich Industriegüter ohne Energie trotz der überraschenden Aufwertung des Euro sogar etwas stärker als erwartet. Insgesamt lag die Vorjahresrate des HVPI im November bei 1,8% und damit um 0,3 Prozentpunkte höher als in der Juni-Prognose unterstellt.

*Außergewöhnlich gute konjunkturelle Lage führt zu kontinuierlichem Anstieg der Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel ...*

Im Projektionszeitraum dürfte das äußerst günstige Konjunkturfeld den Unternehmen ermöglichen, zunächst ihre Gewinnmargen auszuweiten und dann den im weiteren Verlauf vor allem infolge der steigenden Arbeitskosten zunehmenden Preisdruck an die Verbraucher weiterzugeben. Die Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel sollte daher in den kommenden Jahren stetig zunehmen. Bereits im laufenden Jahr sind die Preise für Industriegüter ohne Energie stärker gestiegen als im Mittel der Jahre zuvor. Allerdings wird sich die Verteuerung von Industriegütern ohne Energie im Jahr 2018 wohl zunächst etwas abschwächen, bevor sie unter dem konjunkturellen Einfluss wieder anzieht. Denn der kräftige Preisauftrieb im laufenden Jahr bei den Industriegütern ergab sich auch aus einem deutlichen Anstieg der Rohstoffnotierungen, der sich annahmegemäß so nicht fortsetzt. Bei den Dienstleistungen wurde die aufwärtsgerichtete Grundtendenz im aktuellen Jahr noch durch Preissenkungen für die Verbraucher infolge der Pflegereform vom Januar 2017 verdeckt, sodass die Rate nach Wegfall dieses Effekts im Jahr 2018 sprunghaft ansteigen dürfte. Insgesamt könnte sich der Verbraucherpreisanstieg ohne Energie und Nahrungsmittel von 1,3% im laufenden Jahr stufenweise auf 1,9% im Jahr 2019 erhöhen. Im Jahr 2020 ist aufgrund der deutlichen wirtschaftlichen Überauslastung eine weitere Verstärkung auf 2,1% vorstellbar.<sup>12)</sup>



Der aktuell deutliche Anstieg der Preise für Nahrungsmittel dürfte sich ab 2018 etwas abschwächen, und dann ungefähr der Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel entsprechen. Die jüngst kräftig gestiegenen Rohölnotierungen dürften sich zwar bis Ende des laufenden

*... und erhöht Gesamtrate trotz abnehmender Verteuerung von Energie*

<sup>11</sup> Vgl. zu den Besonderheiten der Pauschalreisenkomponente im HVPI: Deutsche Bundesbank, Zur Volatilität der klassischen Kernrate in Deutschland, Monatsbericht, November 2017, S. 52 ff.

<sup>12</sup> Für die Projektion wird angenommen, dass die Infrastrukturabgabe ab dem Jahr 2020 erhoben wird. Trotz der für Inländer etwas mehr als kompensierenden preisdämpfend wirkenden Entlastung bei der Kraftfahrzeugsteuer erhöht sich die Inflationsrate hierdurch leicht. Der HVPI beruht auf dem Inlandskonzept, sodass Ausgaben von Ausländern im Inland in den Warenkorb eingehen und bei der Inflationsmessung berücksichtigt werden.

### Revisionen gegenüber der Projektion vom Juni 2017

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2017	2018	2019
<b>BIP (real, kalenderbereinigt)</b>			
Projektion vom Dezember 2017	2,6	2,5	1,7
Projektion vom Juni 2017	1,9	1,7	1,6
Differenz in Prozentpunkten	0,7	0,8	0,1
<b>Harmonisierter Verbraucherpreisindex</b>			
Projektion vom Dezember 2017	1,7	1,6	1,7
Projektion vom Juni 2017	1,5	1,4	1,8
Differenz in Prozentpunkten	0,2	0,2	-0,1

Deutsche Bundesbank

Jahres weitgehend in den Verbraucherpreisen für Energie niedergeschlagen haben, aber das erhöhte Preisniveau sollte dazu führen, dass der Beitrag von Energie zur Gesamtrate im Durchschnitt des Jahres 2018 immer noch positiv ausfällt. In den Folgejahren dürfte sich Energie dagegen vor allem wegen der annahmegemäß sinkenden Rohölnotierungen kaum noch verteuern. Die HVPI-Gesamtrate sollte daher dann leicht hinter der Rate ohne Energie (und Nahrungsmittel) zurückbleiben, sodass die Inflation in den kommenden Jahren ähnlich hoch wie im laufenden Jahr ausfällt. Im Jahr 2020 könnte die Teuerung auf der Verbraucherstufe eine Rate von 1,9% erreichen.

## ■ Öffentliche Finanzen

Die Staatsfinanzen profitieren in dieser Projektion von den sehr günstigen Rahmenbedingungen. Der gesamtstaatliche Überschuss erhöht sich im laufenden Jahr weiter (Überschuss 2016: + 0,8% des BIP) – trotz der Rückzahlung der Kernbrennstoffsteuer.<sup>13)</sup> Ohne etwaige neue Maßnahmen steigt er danach bis auf gut 1½% des BIP im Jahr 2020. Diese Verbesserung reflektiert den Konjunkturaufschwung sowie sinkende Zinsausgaben. Im Jahr 2018 wird sie außerdem durch den Wegfall der Kernbrennstoffsteuerrückzahlung verstärkt. Die am struk-

turellen Primärsaldo<sup>14)</sup> gemessene finanzpolitische Ausrichtung ist in der Basislinie im kommenden Jahr merklich und in der Folgezeit leicht expansiv. Da die Haushaltspolitik aber nicht auf solch hohe Überschüsse abzielen dürfte, wie sie sich unter den Annahmen dieser Prognose ergeben, sind insbesondere nach der Bildung einer neuen Bundesregierung Abgabensenkungen und Mehrausgaben zu erwarten. Im Ergebnis dürften die Finanzierungssalden somit deutlich niedriger als hier dargestellt und die finanzpolitische Ausrichtung entsprechend expansiver ausfallen.<sup>15)</sup>

Die Einnahmenquote dürfte im laufenden Jahr nochmals etwas steigen. Vor allem das Aufkommen aus den gewinnabhängigen Steuern wächst weiter stark, aber auch die günstige Lohn- und Arbeitsmarktentwicklung wirkt positiv. Im kommenden Jahr wird insgesamt ein leichter Quotenrückgang erwartet. Unter anderem werden dann die Beitragssätze zur Rentenversicherung und der Krankenkassen leicht gesenkt. Außerdem ist damit zu rechnen, dass das hohe Tempo bei den Gewinnsteuereinnahmen nicht gehalten wird. Ab dem Jahr 2019 sind insgesamt kaum Veränderungen angelegt. Die Ausgabenquote wird durch das starke nominale BIP-Wachstum im Nenner, die sinkenden Zinsausgaben und im kommenden Jahr durch die entfallende Kernbrennstoffsteuerrückzahlung<sup>16)</sup> gedrückt. Die strukturellen Primärausgaben<sup>17)</sup> dürften aber recht deutlich zulegen. Für die Pflege- und Krankenversicherung ist wie in der jüngeren Vergangenheit ein insgesamt dyna-

*Deutliches Einnahmewachstum, aber auch recht stark steigende Primärausgaben*

*Staatshaushalte in der Basislinie mit zunehmenden Überschüssen bei günstigen Rahmenbedingungen*

<sup>13</sup> Infolge der im Juni veröffentlichten Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts zur Nichtigkeit dieser Steuer waren Zahlungen in Höhe von 0,2% des BIP zu leisten.

<sup>14</sup> Finanzierungssaldo zuzüglich Zinsausgaben (Primärsaldo) abzüglich temporärer Effekte und Konjunktüreinflüsse.

<sup>15</sup> Vgl. S. 22 zu den in der Basislinie einbezogenen Maßnahmen. Neben den im nächsten Abschnitt beschriebenen Unsicherheiten für die Wirtschaftsentwicklung ergeben sich Risiken für die Staatsfinanzen durch die verbleibenden Ländergarantien für die HSH Nordbank (bis zur Jahresmitte waren etwa 3½ Mrd € von den Garantien in Höhe von 10 Mrd € in Anspruch genommen).

<sup>16</sup> In den VGR werden Steuerrückzahlungen infolge von Gerichtsentscheidungen als Vermögenstransfers verbucht.

<sup>17</sup> Ausgaben ohne Zinsaufwendungen, temporäre Effekte und Konjunktüreinflüsse.



mischer Zuwachs zu erwarten. Außerdem führen das Lohnwachstum und die Beitragssatzsenkungen sowie vermehrte Rentenzugänge zu merklich steigenden Rentenausgaben, auch wenn der Nachhaltigkeitsfaktor im weiteren Verlauf wieder leicht dämpfend wirken sollte. Zudem dürften die Primärausgaben der Gebietskörperschaften angesichts steigender Überschüsse deutlich wachsen. Bisher sind nicht zuletzt Mehraufwendungen für Kinderbetreuung, Bildung, Verkehrsinfrastruktur, innere Sicherheit und Verteidigung vorgesehen.

*Schuldenquote bleibt auf Abwärtstrend*

Die Schuldenquote dürfte weiter zügig sinken (Ende 2016: 68,1%) und die 60%-Grenze im Jahr 2019 unterschreiten – auch wenn Haushaltsbelastungen durch neue finanzpolitische Maßnahmen beschlossen werden. Neben den Haushaltsüberschüssen der Gebietskörperschaften senkt das Wachstum des nominalen BIP die Quote (über den Nenner). Die positive Konjunkturentwicklung macht sich dabei doppelt bemerkbar, nämlich durch den deutlichen konjunkturellen Anstieg der Überschüsse und das höhere BIP-Wachstum. Die fortgesetzte Abwicklung der staatlichen Bad Banks verstärkt den Abwärtstrend, wobei die Entwicklung hier in der Vergangenheit teils recht volatil war.

## ■ Risikobeurteilung

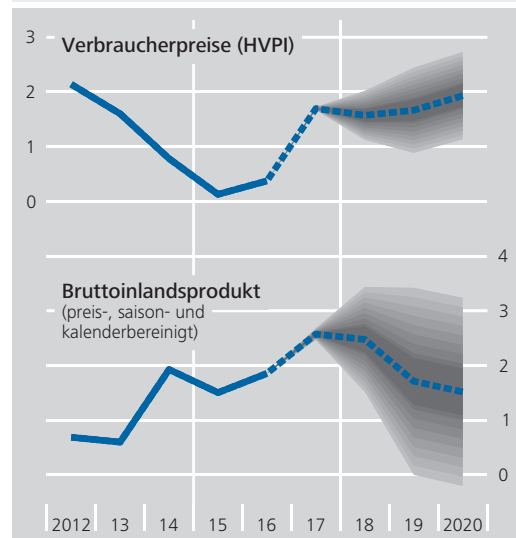
*Risiken für das Basisszenario*

Die hier vorgestellte Projektion beschreibt zwar das aus heutiger Sicht unter den gegebenen Annahmen wahrscheinlichste Szenario für das Wirtschaftswachstum und die Inflationsrate. Allerdings kann eine Vielzahl von Risiken und Unwägbarkeiten dazu führen, dass die tatsächlichen wirtschaftlichen Entwicklungen von den hier beschriebenen abweichen. In der Gesamtschau überwiegen für das Wirtschaftswachstum die vor allem binnenwirtschaftlich begründeten Aufwärtsrisiken und auch hinsichtlich der Verbraucherpreise erscheinen die Risiken insgesamt leicht aufwärtsgerichtet.

Bezüglich der zukünftigen Rohölnotierungen, die einen großen Einfluss insbesondere auf die

### Basislinie und Unsicherheitsmargen der Projektion<sup>\*)</sup>

Jahreswerte, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. 2017 bis 2020 eigene Prognosen. \*) Unsicherheitsmargen berechnet auf Grundlage der empirischen Prognosefehler. Die Breite des symmetrisch um den wahrscheinlichsten Wert verteilten Bandes entspricht für die Jahre 2017 bis 2019 dem doppelten mittleren absoluten Prognosefehler. Für das Jahr 2020 wird der Wert des Jahres 2019 mit einem Faktor multipliziert, der sich aus der Schätzung eines Zeitreihenmodells ergibt, welches die Entwicklung der Unsicherheitsmargen über die Prognosehorizonte nachbildet.

Deutsche Bundesbank

Projektion der Verbraucherpreise haben können, scheinen gegenwärtig weder Aufwärts- noch Abwärtsrisiken klar zu dominieren. Zwar könnten Einschränkungen des Ölangebots – etwa aufgrund politischer Spannungen in wichtigen Förderländern – zu erheblich höheren Ölpreisen führen, als hier auf der Grundlage von Terminnotierungen unterstellt wurde. Diesem Risiko steht allerdings entgegen, dass insbesondere die unkonventionelle Ölförderung in den USA auch stärker steigen und die Preise dämpfen könnte.

*Ölpreisisiko ohne klare Tendenz*

Für eine exportorientierte Volkswirtschaft wie die deutsche setzt das globale Umfeld wichtige Rahmenbedingungen für die wirtschaftlichen Perspektiven. Eine plötzliche Verschärfung der globalen Finanzierungsbedingungen, die anfällige Schwellenländer besonders schwer treffen würde, oder ein scharfer konjunktureller Abschwung in China könnten das Weltwirtschaftswachstum deutlich abbremsen und sich negativ auf die deutsche Export- und Investitionstätig-

*Externe Risiken für das Wirtschaftswachstum weitgehend ausgeglichen*

## Eckwerte der gesamtwirtschaftlichen Prognose – ohne Kalenderbereinigung

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2016	2017	2018	2019
BIP (real)	1,9	2,3	2,5	1,7
desgl. kalenderbereinigt	1,9	2,6	2,5	1,7
Verwendung des realen BIP				
Private Konsumausgaben	2,1	2,1	1,7	1,6
nachrichtlich: Sparquote	9,7	9,8	10,1	10,1
Konsumausgaben des Staates	3,7	1,3	1,8	1,9
Bruttoanlageinvestitionen	3,1	3,8	4,1	3,2
Unternehmensinvestitionen <sup>1)</sup>	2,6	3,6	4,6	3,1
Private Wohnungsbauinvestitionen	4,0	4,5	2,9	3,0
Exporte	2,6	4,4	5,3	3,8
Importe	3,9	4,8	5,9	5,1
nachrichtlich:				
Leistungsbilanzsaldo <sup>2)</sup>	8,2	7,9	7,9	7,7
Beiträge zum BIP-Wachstum <sup>3)</sup>				
Inländische Endnachfrage	2,4	2,1	2,1	1,9
Vorratsveränderungen	-0,2	0,0	0,2	0,0
Exporte	1,2	2,0	2,5	1,8
Importe	-1,5	-1,8	-2,3	-2,1
Arbeitsmarkt				
Arbeitsvolumen <sup>4)</sup>	0,6	1,3	1,2	0,9
Erwerbstätige <sup>4)</sup>	1,3	1,5	1,1	0,7
Arbeitslose <sup>5)</sup>	2,7	2,5	2,4	2,3
Arbeitslosenquote <sup>6)</sup>	6,1	5,7	5,3	5,1
Löhne und Lohnkosten				
Tarifverdienste <sup>7)</sup>	2,1	2,1	2,6	2,9
Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer	2,4	2,7	2,9	3,3
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,2	2,6	2,7	3,1
Reales BIP je Erwerbstätigen	0,6	0,8	1,4	1,0
Lohnstückkosten <sup>8)</sup>	1,6	1,8	1,4	2,1
nachrichtlich: BIP-Deflator	1,3	1,5	1,8	2,1
Verbraucherpreise <sup>9)</sup>				
ohne Energie	1,1	1,5	1,7	1,9
Energiekomponente ohne Energie und Nahrungsmittel	-5,4	3,1	0,7	0,0
Nahrungsmittel	1,1	1,3	1,6	1,9
Nahrungsmittelkomponente	1,3	2,7	2,0	1,9

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit. 2017 bis 2019 eigene Prognosen. **1** Private Anlageinvestitionen ohne Wohnungsbau. **2** In % des nominalen BIP. **3** Rechnerisch, in Prozentpunkten. Abweichungen in der Summe rundungsbedingt. **4** Inlandskonzept. **5** In Millionen Personen (Definition der Bundesagentur für Arbeit). **6** In % der zivilen Erwerbspersonen. **7** Auf Monatsbasis; gemäß Tarifverdienstindex der Bundesbank. **8** Quotient aus dem im Inland entstandenen Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem realen BIP je Erwerbstätigen. **9** Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI).

Deutsche Bundesbank

keit auswirken. Die Wahrscheinlichkeit für zunehmenden Protektionismus hat zwar seit der Juni-Projektion merklich abgenommen, neue Handelshemmnisse würden die deutsche Wirtschaft jedoch wesentlich beeinträchtigen. Diesen Risiken steht zum einen eine möglicherweise expansivere Fiskalpolitik in den USA entgegen. Zum anderen könnte die konjunkturelle Belebung in den Fortgeschrittenen Volkswirtschaften angesichts anhaltend günstiger Finanzierungsbedingungen ohnehin länger als hier unterstellt andauern und das Wachstum der Weltwirtschaft verstärken. Die damit verbundene höhere Nachfrage nach deutschen Exportgütern könnte die gewerbliche Investitionstätigkeit in Deutschland noch mehr beflügeln.

Zusätzliche Impulse könnten binnenwirtschaftlich von der Fiskalpolitik ausgehen. Nach Bildung einer neuen Bundesregierung sind angesichts der günstigen Haushaltslage erhebliche expansive Fiskalmaßnahmen zu erwarten. Vor dem Hintergrund der bereits in der Basislinie kräftigen Überauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten könnte dies auch einen merklichen zusätzlichen Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise ausüben.

Insgesamt ergibt sich aus heimischen Faktoren daher ein leicht aufwärtsgerichtetes Preisrisiko. Die Möglichkeit, dass das Arbeitsangebot elastischer als angenommen auf die anhaltend hohe Arbeitsnachfrage reagiert und Löhne sowie Preise daher schwächer als hier projiziert ansteigen, gleicht das in die Gegenrichtung wirkende Risiko einer höheren Güternachfrage nur teilweise aus. Die Auswirkungen der oben genannten globalen Risiken auf die Preise werden als weitgehend ausgewogen bewertet. Eine erhebliche Unsicherheit für die gemessene Preisentwicklung dürfte mit unbestimmter Wirkungsrichtung außerdem von der nun für das Jahr 2019 vorgesehenen Umstellung des HVPI auf ein neues Wägungsschema ausgehen.<sup>18)</sup>

*Expansive Fiskalpolitik könnte zu höherem Wirtschaftswachstum führen ...*

*... und ist ausschlaggebend für insgesamt leicht aufwärtsgerichtete Risiken für die Preisentwicklung*

<sup>18</sup> Die turnusgemäß für Januar 2018 vorgesehene Umstellung wurde um ein Jahr verschoben. Siehe dazu die Pressemitteilung vom Statistischen Bundesamt „Verbraucherpreise im Oktober 2017“ (Nr. 403 vom 14. November 2017).