

# 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)

## Einkommenswachstum – nur kurzfristig Luft nach oben

Das Wachstum der verfügbaren Einkommen der Privathaushalte hat in den vergangenen Jahren zugelegt. Von der Einführung des Euro bis zur Finanzkrise pendelte das Einkommenswachstum um die Marke von 2 %, inzwischen bewegen sich die Zuwächse im Trend sogar oberhalb von 3 % und fallen damit etwa so hoch aus wie das nominale Wirtschaftswachstum.

Im Rückblick auf die Jahre seit der deutschen Wiedervereinigung haben die Einkommen der privaten Haushalte jedoch meist viel schwächer zugenommen als das Bruttoinlandsprodukt. In absoluten Zahlen gerechnet wären die Einkommen heute um 209 Mrd. Euro höher, wären sie stets so stark gestiegen wie die Wirtschaftsleistung. Dies liegt vor allem an den rückläufigen Zinseinnahmen und der langen Phase der Lohnzurückhaltung.

In den Jahren 2019 und 2020 dürfte sich das Wachstum des verfügbaren Einkommens leicht auf Werte zwischen 3,5 % und 4,0 % beschleunigen. Bis zur Mitte des Jahrzehnts ist jedoch ein trendmäßiges Abschmelzen der Zuwächse in Richtung von rund 2,5 % zu erwarten. Hierbei wird vorausgesetzt, dass sich die Lohnentwicklung nicht anhaltend vom Verteilungsspielraum abkoppelt und das Arbeitskräftepotenzial aufgrund der demografischen Alterung der Bevölkerung trotz moderater Zuwanderung spürbar zurückgeht.



### Inhalt

#### Einkommenswachstum – nur kurzfristig Luft nach oben 2

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

#### Finanzmärkte 7

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

#### Konjunktur 12

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

## Einkommenswachstum – nur kurzfristig Luft nach oben

Die deutsche Wirtschaft befindet sich in einem lang anhaltenden Aufschwung. Aktuell hat das Wachstumstempo zwar nachgelassen und die Konjunkturprognosen wurden für das Jahr 2019 deutlich verringert. Die Belastungen durch die Außenwirtschaft sind beträchtlich, insbesondere durch den anstehenden Brexit und die immer wieder aufflammenden Handelsstreitigkeiten, insbesondere zwischen den USA und China. Doch bleibt die Binnenwirtschaft als Motor des Wachstums in Deutschland intakt und lässt perspektivisch eine Fortsetzung des Aufschwungs mit gedrosselter Geschwindigkeit erwarten.

### Einkommen erholen sich nach langer Schwächephase...

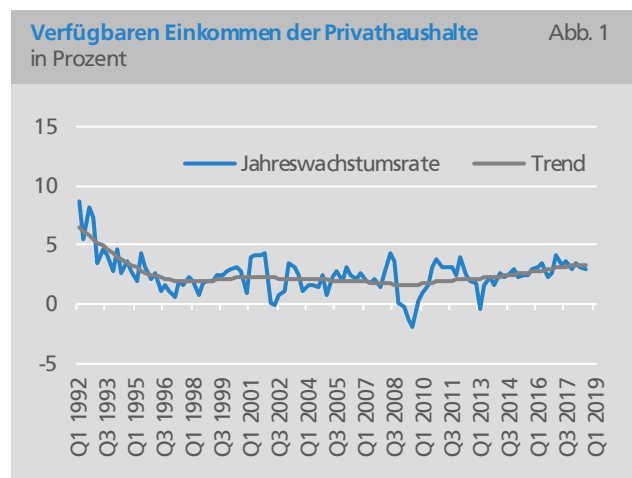
Der konjunkturelle Aufschwung zeigt sich nicht nur in der gesamtwirtschaftlichen Produktion, gemessen durch das Bruttoinlandsprodukt, er kommt auch in den Geldbeuteln der Privaten Haushalte an. Dies zeigt die Entwicklung der verfügbaren Einkommen. Im Trend haben die Zuwächse seit dem Krisenjahr 2009 zugenommen. Von der Einführung des Euro bis zur Finanzkrise pendelte das Einkommenswachstum um die Marke von 2 %, inzwischen bewegen sich die Zuwächse im Trend sogar oberhalb von 3 % (siehe Abb. 1).

Damit hat das Einkommenswachstum in etwa das Tempo erreicht, in dem das Bruttoinlandsprodukt (in

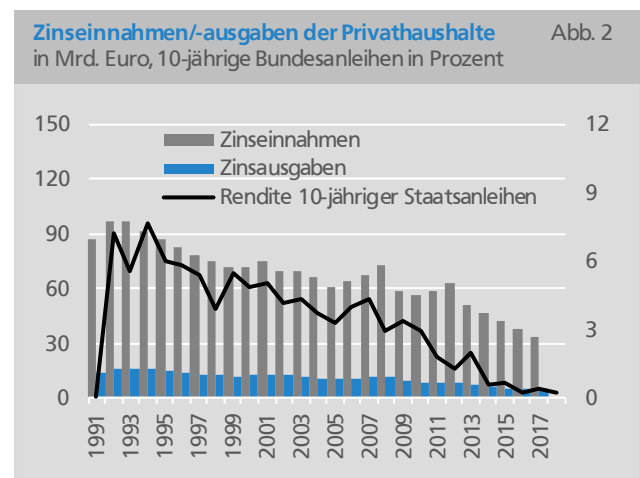
jeweiligen Preisen) expandiert. Im Rückblick auf die Jahre seit der deutschen Wiedervereinigung haben die Einkommen der privaten Haushalte jedoch meist viel schwächer zugenommen. Über den Gesamtzeitraum vom Jahr 1991 bis zum Jahr 2017 ist das Bruttoinlandsprodukt insgesamt um 6,4 Prozentpunkte stärker gestiegen als die Einkommen. In absoluten Zahlen gerechnet wären die Einkommen heute um 209 Mrd. Euro höher, wären sie stets so stark gestiegen wie die Wirtschaftsleistung.

### ... sinkende Zinsen haben Einkommenswachstum gebremst

Eine wichtige Ursache des längerfristig verhaltenen Einkommensanstiegs ist der trendmäßige Rückgang der Zinsen, der Ende der 1980er Jahre in allen fortgeschrittenen Volkswirtschaften eingesetzt hat (siehe Abb. 2). Dieser Trend wurde durch die aggressive Geldpolitik während der Finanzkrise und den Jahren danach verstärkt. Nach der Wiedervereinigung lag die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen als Benchmark für den Zins auf langfristige Finanzierungen noch in der Spitze bei 9 %. Unter dem Einfluss des Wiedervereinigungsbooms und der steigenden Inflation hatte die Bundesbank einen sehr restriktiven Kurs eingeschlagen. Doch auch Ende der 1990er Jahre waren langfristige Zinsen zwischen 5 % und 6 % noch normal. Im Vorfeld der Finanzkrise, im September 2005, er-



Quelle: Destatis



reichte die Zehnjährige erstmals knapp die Marke von 3 %. Seinen bisherigen Tiefstand erreichte der Langfristzins mit -0,18 % im Juni 2016.

Kurzfristig ist die Geldpolitik der Treiber für das extrem niedrige Zinsniveau. Die EZB beeinflusst durch ihre Leitzinsen und dem hohen Bestand an Wertpapieren in ihrer Bilanz entscheidend die kurzfristigen Finanzierungsbedingungen. Im Rahmen ihres Wertpapierkaufprogramms hat die EZB im Zeitraum von März 2015 bis Dezember 2018 für gut 2.500 Mrd. Euro Wertpapiere, überwiegend Staatsanleihen, aufgekauft, um so die Finanzierungskosten an den Finanzmärkten zu senken. Angesichts der hohen Überschussliquidität ist aktuell der Zinssatz der sogenannten Einlagenfazilität von -0,4 %, den Banken für Guthaben bei der EZB zahlen müssen, prägend für die Märkte. Unter der plausiblen Erwartung auch längerfristig noch sehr niedriger Leitzinsen sind die langfristigen Zinsen mit aktuell rund 0,1 % nicht weit oberhalb des Notenbankzinses.

### Zinsen bleiben noch lange niedrig

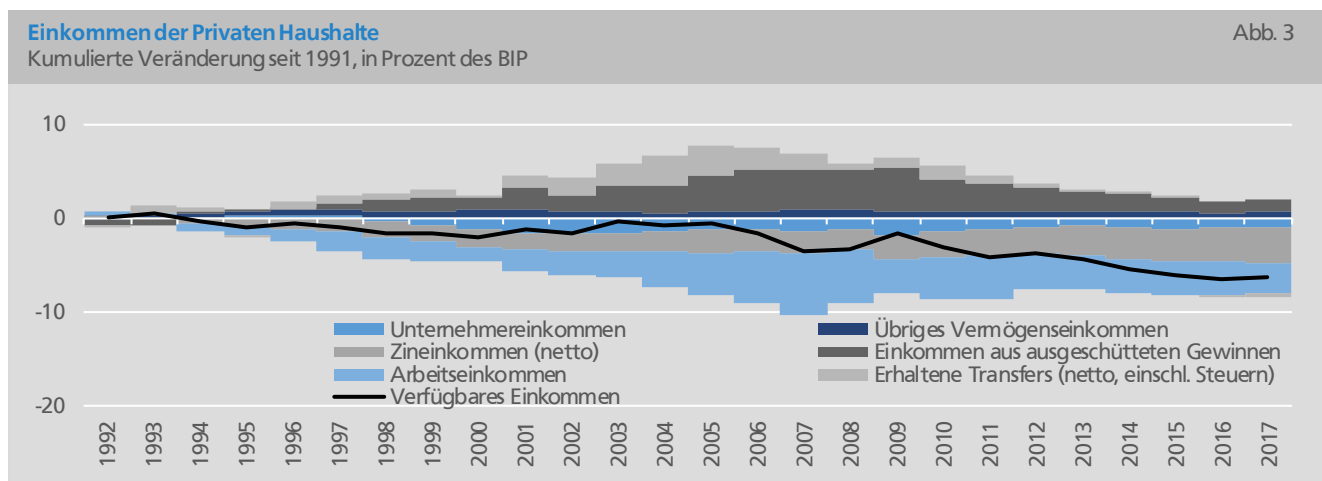
Doch lässt der langjährige Rückgang sowohl der Zinsen wie auch der Netto-Zinseinnahmen der Privathaushalte erkennen, dass auch andere Faktoren den Zinstrend prägen. Ein Wechsel der geldpolitischen Ausrichtung würde zwar mittelfristig dem Rückgang der Zinseinnahmen der Privathaushalte entgegenwirken, die strukturellen Faktoren aller Wahrscheinlichkeit nach

aber nicht neutralisieren können. Zu diesen dürften unter anderem die weltweiten demografischen Trends zählen, die über einen Anstieg des globalen Sparens bei gleichzeitig verhaltenen Investitionen Abwärtsdruck auf die Zinsen ausüben.

Dies hat im Dezember 2018 auch eine Studie des Instituts der deutschen Wirtschaft, Köln, nachgewiesen (Markus Demary et al., Reasons for the declining real interest rates). Ein weiterer wichtiger Faktor ist aber auch die weltweit steigende Nachfrage nach sicheren Assets, die sich auf vergleichsweise wenige Emittenten konzentriert – im Wesentlichen sind dies Staatsanleihen von fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Beide Trends dürften sich in den kommenden Jahren fortsetzen, insofern erscheint es sehr wahrscheinlich, dass sich die Zinsen auch in den kommenden Jahren auf einem historisch sehr niedrigen Niveau bewegen werden.

Eine Aufteilung des Einkommens in seine Komponenten zeigt, dass die geringeren Netto-Zinseinkommen – der Saldo aus Zinseinnahmen und -ausgaben – mehr als die Hälfte der Verlangsamung des Einkommens erklären. Die Privathaushalte erzielen deutlich höhere Zinseinnahmen als sie an Zinsausgaben zahlen. Beide Beträge sind seit Beginn der 1990er Jahre im Trend deutlich zurückgegangen. Ab dem Jahr 2012 hat sich der Rückgang beschleunigt (siehe Abb. 3).

Der Trend sinkender Netto-Zinseinnahmen der Privathaushalte



Quelle: Destatis, BVR

ten Haushalte konnte nicht durch andere Einkommenskomponenten ausgeglichen werden. So blieben die übrigen Unternehmer- und Vermögenseinkommen zusammengenommen vergleichsweise stabil. Eine leichte zusätzliche Belastung ging von den Netto-Transfers – also dem Saldo der vom Staat empfangenen Sozialleistungen abzüglich der Steuern – aus. Diese leisteten in den wirtschaftlich schwachen Jahren von 2001 bis 2005 einen deutlich positiven Beitrag zum Einkommen, im Zuge der außerordentlich guten Lage am Arbeitsmarkt wirken die Netto-Transfers aktuell sogar leicht negativ auf die Einkommen.

### **Wachstumspotentiale bei den Arbeitseinkommen begrenzt**

Doch waren die sinkenden Zinsen nicht die einzige Bremse für das Einkommenswachstum. Neben den sinkenden Netto-Zinseinnahmen wurde die Einkommensentwicklung noch durch die über viele Jahre hinweg nur langsam steigenden Arbeitseinkommen erheblich belastet. Zum Wachstumsrückstand der Einkommen im Vergleich zur Wirtschaftsleistung seit 1991 trugen diese 3,3 Prozentpunkte bei, also nur etwas weniger als die Netto-Zinseinnahmen. Im Zeitverlauf zeigt sich, dass dieser Rückstand vor allem durch die lange Phase der Lohnzurückhaltung von Ende der 1990er Jahre bis zum Jahr 2007 geprägt war. In den vergangenen Jahren stiegen die Löhne aber wieder kräftiger, in etwa so stark wie das Bruttoinlandsprodukt.

### **Möglichkeiten zur Erhöhung der Arbeitseinkommen begrenzt**

Diese höhere Dynamik der Arbeitseinkommen darf aber nicht in die Zukunft fortgeschrieben werden. Die einkommensdämpfenden Wirkungen der niedrigen Zinsen werden nicht durch höhere Löhne ausgeglichen werden können. Dies macht eine Aufgliederung der Komponenten des Arbeitseinkommens deutlich. Grundsätzlich können höhere Arbeitseinkommen durch eine Ausweitung des Arbeitsvolumens oder der Löhne und Gehälter erreicht werden. Eine Erweiterung des Arbeitsvolumens wäre in Deutschland in den kommenden Jahren durchaus möglich, liegen doch die durchschnittlichen Arbeitsstunden pro Erwerbstätigem mit 1.360 Stunden

auf dem niedrigsten Stand der fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Im Durchschnitt der Staaten liegt sie bei 1.760 Stunden fast 30 % höher, was insbesondere auf die hohe Verbreitung von Teilzeitarbeit zurückzuführen ist. In Deutschland arbeitet jede zweite beschäftigte Frau und jeder sechste männliche Beschäftigte Teilzeit. Eine Verringerung dieser Quoten würde zu einem höheren Anstieg der Haushaltseinkommen beitragen, allerdings würde es sich dabei um einen Einmaleffekt handeln, der sich allerdings über einige Jahre erstrecken könnte.

Doch gibt es aktuell keine Anzeichen einer Trendwende bei der Ausübung von Teilzeitarbeit. Auch plant die Bundesregierung derzeit keine wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die den Wechsel zu höheren Wochenarbeitszeiten für Arbeitnehmer deutlich attraktiver machen würden. Hierzu könnten beispielsweise Maßnahmen beitragen, die bei niedrigen Einkommen die Steuer- und Abgabenlast senken, sodass deutlich mehr „netto vom brutto“ übrigbleibt. Im Gegensatz hierzu zielt die Wirtschaftspolitik der Bundesregierung hauptsächlich auf höhere Transferzahlungen an die von ihr definierten zusätzlich Hilfsbedürftige – mit vermutlich einem insgesamt eher negativen Gesamteffekt auf das Arbeitsvolumen.

Einen zusätzlichen substantiellen Effekt auf das Einkommenswachstum könnte eine weitere Steigerung der Erwerbstätigenquote ausüben. Allerdings hat Deutschland hier bereits deutlich gegenüber den Spitzenreitern aufgeschlossen. In Deutschland hat sich die Erwerbsquote von Frauen im Zeitraum von 2000 bis 2017 von 63,3 % auf 74,0 % erhöht, deutlich höhere Werte in der Nähe von 80 % erreichen nur wenige Länder, wie etwa die Schweiz oder Schweden. Die Erwerbsquote Älterer (55 bis 64 Jahre) stieg im gleichen Zeitraum von 42,9 % auf 72,8 %, auch hier liegen nur wenige Spitzenreiter mit Werten nahe der Marke von 80 % deutlich höher. Die aktuelle Rentenpolitik, die den Rentenzugang Älterer mit langen Erwerbsbiographien erleichtert, macht hier weitere Steigerungen weniger wahrscheinlich.

### **Wachstumsbremse Demografie**

Möglichen positiven Wirkungen einer weiteren Aktivie-

rung am Arbeitsmarkt entgegen wirkt zudem die Demografie, deren Wirkungen auf den Arbeitsmarkt in den kommenden Jahren immer deutlicher sichtbar werden dürften. Die stark besetzten Kohorten der „Baby-Boomer“ gehen nach dem Ende der so genannten „demographischen Pause“ in der kommenden Dekade Zug um Zug in den Ruhestand (siehe BVR Volkswirtschaft Kompakt vom September 2018). Unter realistischen Annahmen, wie etwa einem Zuwanderungssaldo von 200.000 Personen pro Jahr, sinkt die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (hier definiert als 20-65 Jahre) in den kommenden zehn Jahren um rund 4 Mio. Personen. Da Erwerbspersonen in der Regel deutlich höhere Einkommen erzielen als Ruheständler, dürfte dieser Trend das Einkommenswachstum deutlich belasten. Dies kann zum Teil kompensiert werden, wenn die Zuwanderung höher ausfällt, sofern die Einwanderer auch gleichzeitig ausreichend qualifiziert sind.

Als Alternative zur Aktivierung zusätzlicher Erwerbspersonen bleibt noch als Quelle des Einkommenswachstums die Lohnentwicklung. Doch sind auch hier die Wachstumspotenziale begrenzt. Dies gilt zumindest dann, wenn eine deutliche Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands vermieden werden soll. Dies kann anhand der Entwicklung der Lohnstückkosten im Vergleich der Länder des Euroraums illustriert werden. Die Lohnstückkosten geben die Entwicklung der Löhne und Gehälter, hier pro Ar-

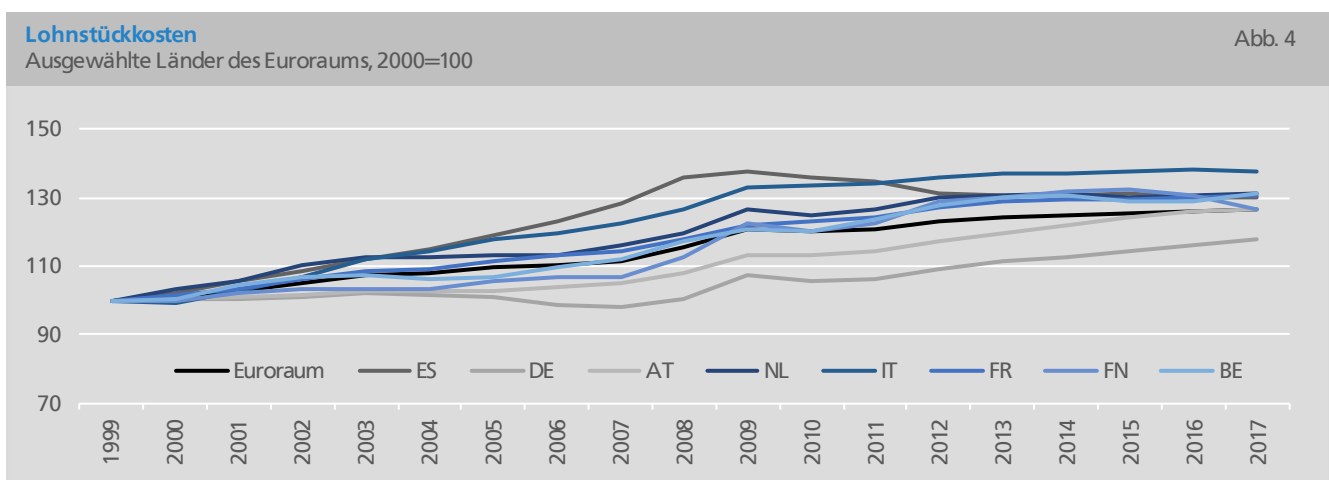
beitsstunde, an, bereinigt um die Entwicklung der Arbeitsproduktivität. Höhere Lohnzuwächse als in den Nachbarstaaten des Euroraums verschlechtern die preisliche Wettbewerbsfähigkeit nur dann nicht, wenn sie durch ein entsprechend hohes Produktivitätswachstum begleitet werden.

Die wieder stärker steigenden Löhne haben in den vergangenen Jahren Deutschland in seiner Wettbewerbsposition leicht zurückfallen lassen, was aber angesichts der vorangegangenen langen Phase der Lohnzurückhaltung noch nicht als problematisch angesehen werden sollte. Nur darf sich dieser Trend nicht beliebig lange in die Zukunft fortsetzen. Sollte die Lohnpolitik in der Zukunft die Verteilungsspielräume dauerhaft missachten, würde Deutschland seine Exportstärke und seine hervorragende Arbeitsmarktpflege schleichend verspielen.

### Szenario Einkommensentwicklung

Die vorangegangene Analyse hat gezeigt, dass die Einkommensentwicklung in den kommenden Jahren von zwei Trends geprägt werden wird. Einerseits dürfte die Belastung der Einkommensentwicklung durch die niedrigen Zinsen anhalten. Der Beitrag der Netto-Zinseinnahmen dürfte sich auf einem niedrigen Niveau stabilisieren.

In welchem Umfang andererseits die Arbeitseinkom-



Quelle: Ameco

men die Wirkung der niedrigen Zinsen ausgleichen können, ist unklar. Die Arbeitsmarktsituation dürfte unter dem Eindruck des zunehmenden Fachkräftemangels angespannt bleiben und der Aufwärtsdruck bei den Löhnen und Gehältern dürfte anhalten. Die Spielräume für höhere Löhne und Gehälter bleiben aber begrenzt, wenn sich die Tarifabschlüsse an der Produktivitätsentwicklung orientieren und somit nicht die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands im internationalen Handel gefährden. Gleichzeitig dürfte die Zunahme des Arbeitsvolumens unter dem Einfluss der demographischen Alterung der Bevölkerung abnehmen und mittelfristig dürfte das Arbeitsvolumen sogar zurückgehen.

Diese Trends dürften kurz- bis mittelfristig ein erhöhtes Wachstum der verfügbaren Einkommen zur Folge haben. In den Jahren 2019 und 2020 dürfte sich das Wachstum des verfügbaren Einkommens leicht auf Werte zwischen 3,5 % und 4,0 % beschleunigen. Im Jahr 2018 lag der Zuwachs bei 3,2 %, in 2017 betrug er 3,4 %. Bis zur Mitte des Jahrzehnts ist jedoch ein trendmäßiges Abschmelzen der Zuwächse in Richtung von rund 2,5 % zu erwarten. Hierbei wird vorausgesetzt, dass sich die Lohnentwicklung nicht anhaltend vom Verteilungsspielraum abkoppelt und das Arbeitskräftepotenzial aufgrund der demografischen Alterung der Bevölkerung trotz moderater Zuwanderung spürbar zurückgeht. ■

## Finanzmärkte

### Kreditwachstum sinkt

Im Euroraum hat sich das Wachstum der Kreditvergabe an Unternehmen im Januar abgeschwächt. Während die Rate im Dezember im Vorjahresvergleich noch bei (revidierten) 3,9 % lag, sank das Wachstum im Januar auf 3,3 %. Die sinkende Dynamik bei der Kreditvergabe passt in das Bild eines sich abschwächenden Wachstums. Für die Geldpolitik der EZB ein herausforderndes Umfeld. Die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Kredite an die privaten Haushalte sank im Januar ebenfalls auf 3,3 %.

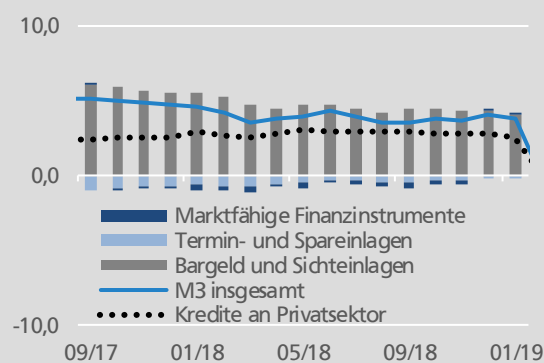
### Auch M3 Geldmengenwachstum gesunken

Auch die Geldmenge wächst im Januar mit einer geringeren Geschwindigkeit. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 ist von 4,1 % im Dezember auf 3,8 % im Januar gefallen. Die mittel- und langfristige Entfaltung des Geldmengenagregates M3, zu dem Bargeld, Bankeinlagen, Geldmarktpapiere sowie Schuldverschreibungen gehören, ist eng mit der Entwicklung der Inflation verbunden und erfährt daher besondere Aufmerksamkeit der EZB.

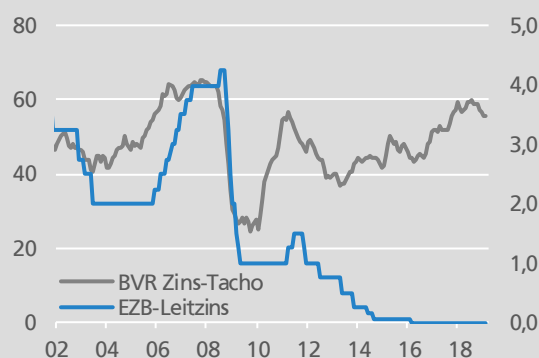
### Schwacher Inflationsdruck im Euroraum

Der BVR Zins-Tacho signalisiert mit 55 von 100 möglichen Punkten ein weiterhin moderates mittelfristiges Inflationsrisiko für den Euroraum – mit sinkender Tendenz. Innerhalb des Indikators ist die Konjunktur weiterhin für den größten Inflationsdruck verantwortlich, allerdings schwächte sich dieser Unterindikator in den letzten 12 Monaten kontinuierlich ab. Auch die Unterindikatoren Preise und Kosten sowie die Kreditdynamik schwächten den Inflationsdruck ab. Beide gingen um jeweils einen Punkt zurück. Unser Zins-Tacho bestätigt damit die Wahrnehmung, dass die EZB die geldpolitische Wende vertagen wird und gegebenenfalls mit TLTRO's nochmals aktiv werden könnte.

Beiträge zum M3-Wachstum  
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



BVR Zins-Tacho  
in Punkten



	Dez. 18	Jan. 19	Feb. 19
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>57</b>	<b>56</b>	<b>55</b>
Konjunktur (50 %)	66	65	64
Preise/Kosten (40 %)	49	49	48
Kreditdynamik (10 %)	42	42	41

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

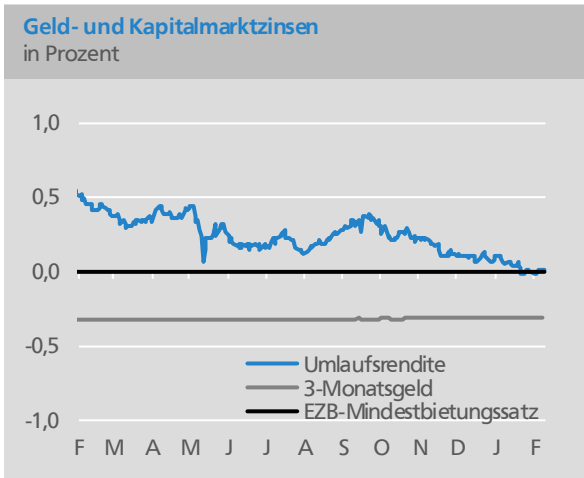
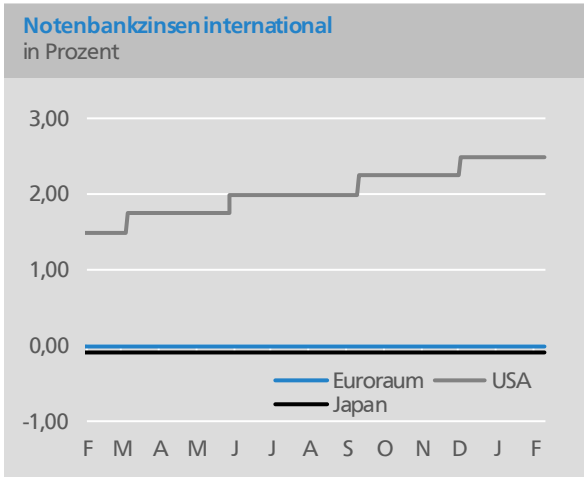
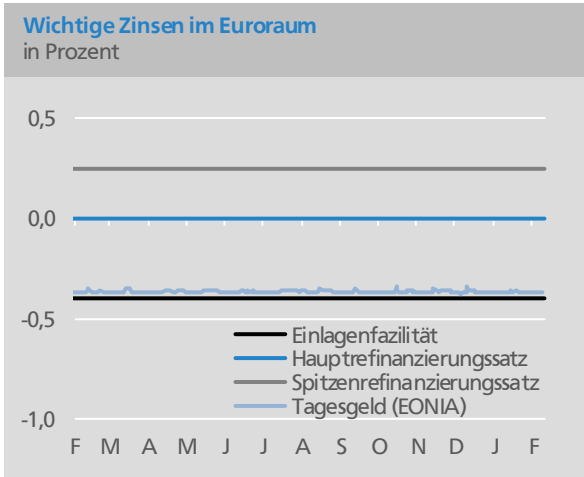
### Notenbanken wieder expansiver?

Nachdem die japanische Notenbank die Forward Guidance und damit verbunden das Ziel, die Zinskurve am langen Ende kontrolliert tief zu halten faktisch aufgegeben hat, folgen nun auch die Fed und die EZB mit einer sich konkretisierenden Strategieänderung, wie den Protokollen beider Notenbanken zur jeweils letzten Sitzung im Januar zu entnehmen ist. Die Stimmen innerhalb der Fed zeigen, dass die Datenlage zu keinem eindeutigen Schluss hinsichtlich weiterer Zins Schritte reicht und gleichzeitig die Interpretation zulässt, dass der Höchststand bei den Leitzinsen im aktuellen Zyklus erreicht ist. Einig scheinen sich die Notenbanker, dass die Bilanzabschmelzung in diesem Jahr beendet wird. Damit würde diese mit rund 3,5 Bio. US-Dollar deutlich über dem Stand von 1 Bio. US-Dollar bleiben, den sie vor dem umfangreichen Ankaufprogramm von Anleihen hatte.

Auch die EZB kokettiert öffentlich mit dem Gedanken den eingeschlagenen Weg in Richtung Zinswende abzubrechen. Die Bewertung der konjunkturellen und geopolitischen Risiken wurde in den letzten beiden Sitzungen intensiv vorgenommen. Auch die Inflation bewegt sich kaum in Richtung der Zielmarke von 2 %. Auch wenn dies – durch schwankende Energiepreise immer wieder den Eindruck macht, die Kerninflation bleibt nahe der 1 Prozent-Marke. Offiziell sorgen Befürchtungen für eine konjunkturell bedingte eingeschränkte Kreditvergabe für Überlegungen die Langzeitrefinanzierungen (TLTRO) zu erneuern. Allerdings dürfte bei diesem Instrument auch die Liquiditätsausstattung von Banken in einzelnen Euro-Volkswirtschaften eine Rolle spielen.

### Geldmarksätze bewegen sich kaum

Entsprechend notierte am Geldmarkt der 3-Monats-Euribor kaum volatil. Die Rendite betrug im Monatschnitt -0,31 %. Auch der 12-Monats-Euribor weist eine sehr geringe Schwankungsbreite zwischen -0,108 % und -0,116 % in den letzten vier Wochen auf. Der Tagesgeldsatz notierte im Monatschnitt bei -0,37 %.



Quelle: Thomson Reuters Datastream



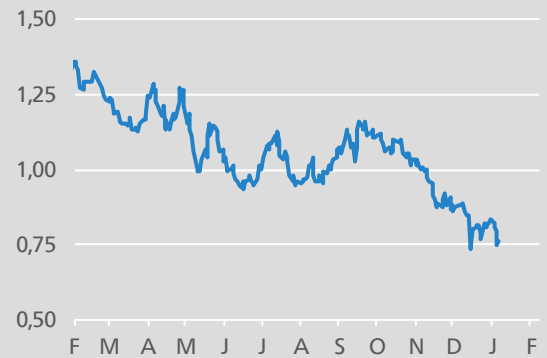
### Unsicherheit drückt Renditen

Die Stimmung an den Finanzmärkten wurde im Februar durch politische und konjunkturelle Unsicherheiten gedämpft. Das Risiko eines No-Deal-Brexit ist rund 30 Tage vor dem Austritt Großbritanniens ungebrochen hoch. Aufgrund der vielen Positionen im Parlament in London scheint die einzige Lösung einen unregulierten Brexit zumindest zu verschieben eine Verlängerung der Verhandlungen. Die Situation im Parlament stellt ein Paradebeispiel des spieltheoretischen Gefangenendilemmas dar. (Noch) nutzen alle Parteien die dominante, eigennützige Strategie der Kompromissverweigerung, statt in Kooperation geringere Kosten für sich und Großbritannien zu erreichen.

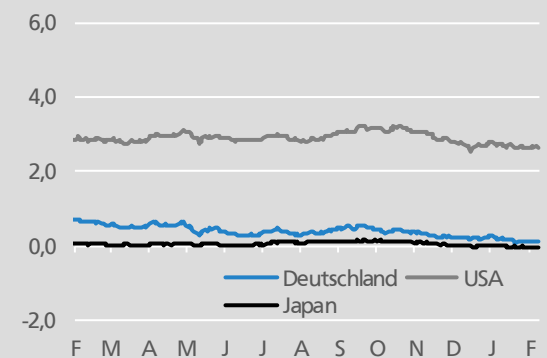
Auch wenn der USA-China-Konflikt anscheinend vor einer Lösung steht, sollten die politischen Spannungen, die den Welthandel belasten, Bestand haben. Die Drohungen der USA für europäische Autos sollte ein Instrument sein, die Europäer in Verhandlungen zu zwingen. Die Art, wie verhandelt wird, würde sich wohl kaum von der aktuellen Vorgehensweise mit China unterscheiden. Und auch Innenpolitisch stehen die Zeichen in den USA weiter auf Konfrontation.

Die politischen Risiken werden ergänzt durch die zunehmenden Sorgen um das Wachstum der Weltwirtschaft. In Europa schwelt die Eurokrise und droht sich in Italien erneut zu entzünden. Das Land befindet sich durch zwei aufeinander Quartale mit rückläufigem Bruttoinlandsprodukt in einer technischen Rezession. Italien müsste eigentlich staatliche Ausgaben kürzen, um die Maastrichter Defizit-Vorgaben zu erfüllen. Weitere Unterstützung findet der Pessimismus in der sehr durchwachsenen Berichtssaison sowohl in Europa als auch in den USA, in der sich die abnehmende Wachstumsdynamik bereits widerspiegelt. Entsprechend sind Anleger auf der Suche nach sicheren Alternativen. Bundesanleihen werden weiterhin als sicherer Hafen angesehen, mit entsprechenden Auswirkungen auf die Renditen: Zehnjährige Bundesanleihen rentierten im Februar zwischenzeitlich unter 0,08 % und damit auf dem tiefsten Stand seit Oktober 2016. Französische Papiere sanken auf 0,51 % und Italienische Staatsanleihen stiegen kurzzeitig auf fast 3 %.

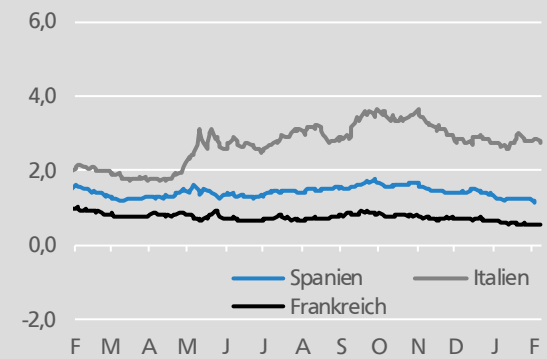
**Zinsstruktur am Rentenmarkt**  
Spread Bundesanleihen mit Restlaufz. 10/1 Jahr, in Prozent



**Bedeutende Benchmarkanleihen**  
Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



**Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums**  
Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.

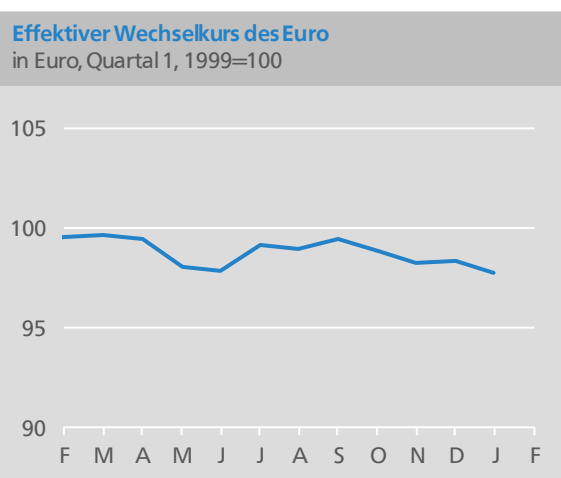
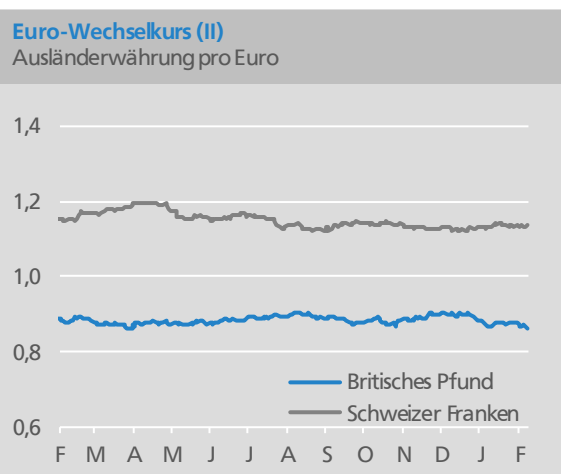
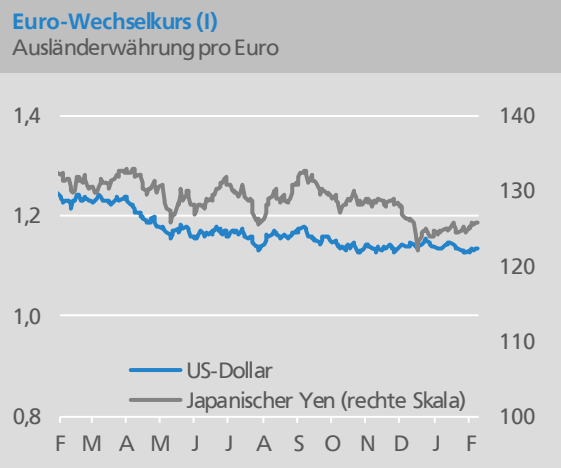


Quelle: Thomson Reuters Datastream

### In welchen (sicheren) Hafen soll das Schiff?

Der Euro hat gegenüber dem US-Dollar in den letzten Wochen weiter verloren. Trotz der Risiken für die US-Wirtschaft und damit verbunden einer möglichen Tendenz von Zinssenkungen = geringere Währungsattraktivität erscheint den Marktteilnehmern der Euro noch unsicherer. Mit Blick auf die exogenen Schocks durch einen unregelmäßigen Brexit, dem Aufflammen der Eurokrise durch Italien und den sich konjunkturell bedingt verschlechternden Rahmenbedingungen für Kreditinstitute – ebenfalls in Italien – mehren sich die düsteren Wolken über Europa. Ein Lösen des Handelskonfliktes mit China sollte dem US-Dollar nochmals Schwung geben. Der dann in Relation schwache Euro ist auf der einen Seite eine Stütze für die europäische Exportwirtschaft und gleichzeitig Öl im Feuer des Handelskonfliktes zwischen Europa und den USA. Das Momentum für einen sicheren Hafen liegt aktuell eindeutig auf Seiten des US-Dollars.

Das britische Pfund gewann ab Mitte Februar wieder an Stärke. Zunehmend spekulieren die Marktteilnehmer anscheinend auf ein kurzfristiges Verschieben des Brexits. Mit Blick auf die im Mai anstehende Europawahl – und der Annahme, dass UK nicht daran teilnimmt – wurde zunächst von nur wenigen Wochen Aufschub ausgegangen. Mit Blick auf die Fähigkeit im britischen Parlament eine Einigung zu erzielen, ist wohl kein vielversprechender Aufschub. Eine von EU-Seite ins Spiel gebrachte längere Verschiebung um sogar 21 Monate wäre eine Option, um mehr Planungssicherheit zu erzeugen. Allerdings würden die Brexit-Hardliner wohl abermals eine Verschwörung wittern. Eine Entscheidung im House of Commons dürfte schwierig durchsetzbar sein, wie eine Einigung zum bisherigen Brexit-Vertrag. Theresa May bliebe die Option einer überparteilichen Vereinbarung, wie sie wohl aus Sicht der EU27 angemessen wäre. Dies passt allerdings nicht zum britischen Parlamentarismus und würde in den Augen der meisten Tories auf den Verlust der Macht und einen neuen Premier Jeremy Corbyn von Labour hinauslaufen. Die Forderung von Labour nach einem zweiten Referendum beförderte am 26. Februar 2019 das Pfund auf den höchsten Stand seit Mai 2017 mit 0,856 GBP pro Euro.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Dax und Dow weiterhin (noch) im Aufwind

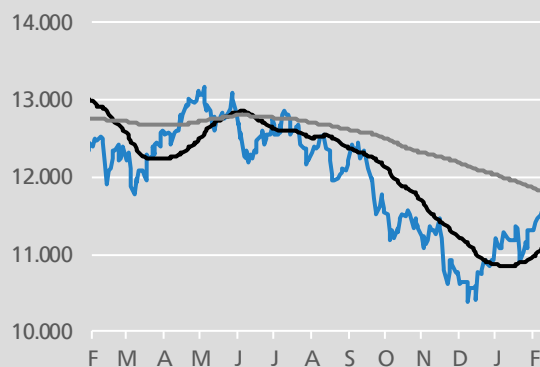
Die Aktienmärkte werden aktuell getragen von einem Mix aus Fantasie und Hoffnung. Sollten die Marktteilnehmer recht behalten und mit ihrer Wette auf eine Einigung im Handelsstreit zwischen den USA und China recht behalten, würde sich der Optimismus sicher auszahlen. Da Trump innenpolitisch unter Druck ist, braucht er allerdings auch Erfolge. Es ist somit nicht unwahrscheinlich, dass es tatsächlich zu einer Einigung kommt, die der US-Präsident als den größten Deal aller Zeiten betiteln wird und unabhängig vom Inhalt medial auskosten wird. Dies wäre allerdings gleichzeitig eine Warnung an Europa. Die Trumpsche Strategie von Drohung und Einschüchterung hätte – auch unabhängig vom eigentlichen Ergebnis – funktioniert. Autozölle würden mit einer zeitnahen Einigung mit China wohl wahrscheinlicher. Entsprechende Reaktionen seitens der EU würden folgen. Unsicherheit bis zu einem Verhandlungserfolg auch mit Europa wäre die Folge.

Indes hat das Auslaufen des fiskalischen Stimulus in den USA und die – auch wegen der Handelskonflikte – sich abkühlende Weltwirtschaft ihre Spuren in der Berichtssaison hinterlassen. Die in der Breite üppigen Gewinne der Vorsaison gehören zunächst der Vergangenheit an. Auch Gewinnwarnungen und Restrukturierungsprogramme nehmen wieder zu sowie Hinweise auf eine schwächere Dynamik bei den Unternehmen. Bleibt die Hoffnung auf die Notenbanken. Sollten Fed und EZB entscheiden wieder expansiv eingreifen zu müssen, wäre dies ein klares Argument für Aktien.

Der Dax notiere am 26. Februar bei 11.541 Punkten und somit rund 370 Punkte über dem Stand von Ende Januar und fast 1.000 über dem Stand zum Jahreswechsel. Der Euro-Stoxx 50 gewann im Februar annähernd 130 Punkte und auf 3.289 Punkte am 26. Februar, während der Dow Jones-Index mit 26.057 Punkten rund 1.000 Punkte höher stand als Ende Januar und 2.850 Punkte höher als zum Jahreswechsel. ■

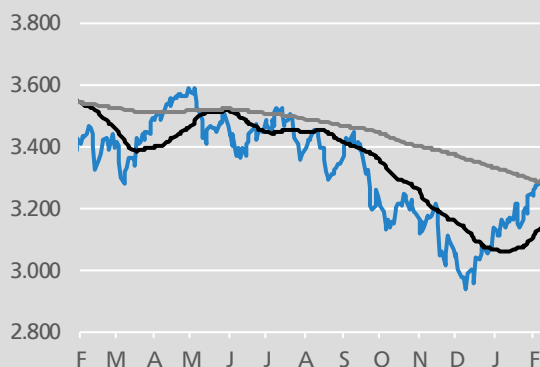
### Deutscher Aktienmarkt

Dax, 40-/200-Tagesschnitt



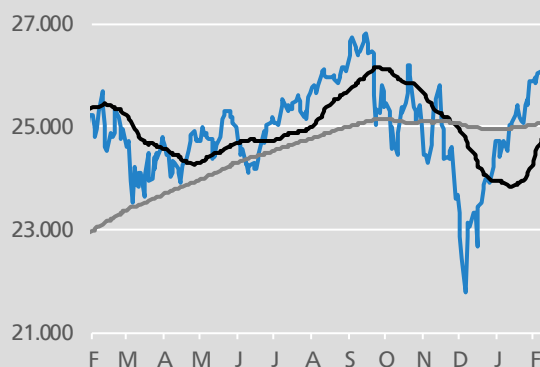
### Aktienmarkt im Euroraum

Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



### Aktienmarkt USA

Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjunktur

### 0,2 % BIP-Wachstum im Euroraum

Im Euroraum hat sich das moderate Wirtschaftswachstum im 4. Quartal fortgesetzt. Nach aktuellen Schätzungen von Eurostat legte das preis-, kalender- und saisonbereinigte BIP gegenüber dem Vorquartal um 0,2 % zu. Das BIP war bereits im 3. Quartal um 0,2 % expandiert. In Hinblick auf die großen Volkswirtschaften des Währungsraums stand einem überdurchschnittlichen Wachstum in Spanien (+0,7 %) und Frankreich (+0,3 %) einer Stagnation in Deutschland gegenüber (+0,0 %). Italien musste erneut einen BIP-Rückgang hinnehmen (-0,2 % nach -0,1 % im 3. Quartal). Erste Angaben zu den BIP-Verwendungskomponenten wird Eurostat voraussichtlich am 7. März publizieren.

### Industrieproduktion merklich gesunken

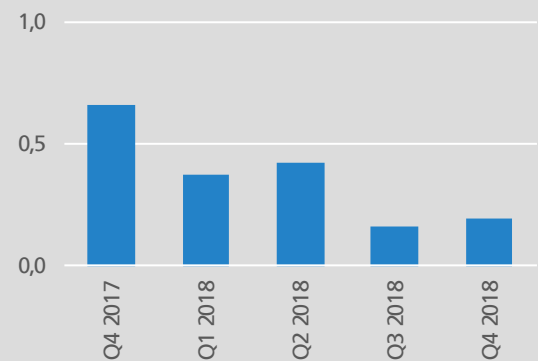
Die Industrieproduktion ist im Euroraum im Dezember mit einer Verlaufsrate von 0,9 % gesunken, nachdem sie bereits im November sichtlich zurückgegangen war (-1,7 %). Innerhalb der Industrie fiel der Rückgang bei den Investitionsgüterproduzenten abermals überproportional aus (-1,5 %). Grund hierfür dürfte nicht zuletzt die sich nur langsam erholende Kfz-Industrie sein. Für die nächsten Monate zeichnet sich derzeit keine durchgreifende Verbesserung der Industriekonjunktur ab. Auch der Order-Indikator, der jüngst von -0,1 Punkten im Dezember auf -1,7 Punkte im Januar gesunken ist, lässt keine merkliche Belebung erwarten.

### Inflationsrate bei 1,4 %

Der Preisauftrieb hat im Euroraum weiter nachgelassen. Basierend auf den aktuellen Angaben zum Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) ist die Inflationsrate von 1,6 % im Dezember auf 1,4 % im Januar zurückgegangen. Maßgeblich für den Rückgang waren die Energiepreise, die sich zu Jahresbeginn weniger stark verteuerten als zuvor (+2,7 % gegenüber +5,5 %). Die Kerninflationsrate ohne Berücksichtigung von Energie- und Nahrungsmittelpreisen stieg von Dezember auf Januar leicht von 0,9 % auf 1,1 %.

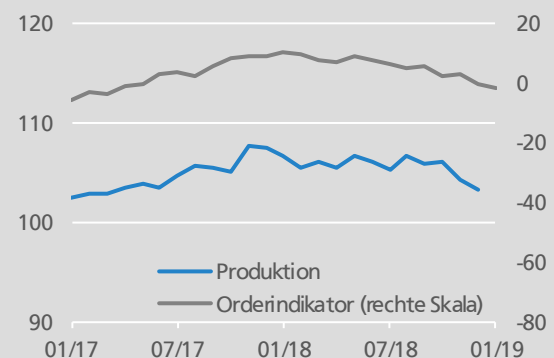
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



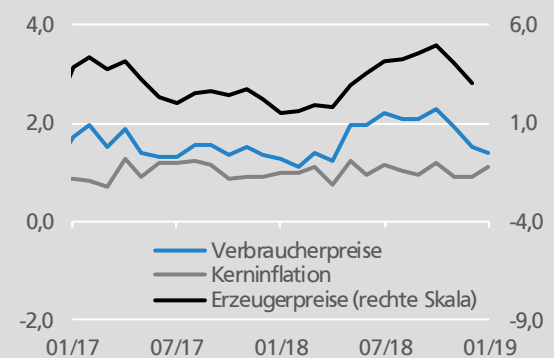
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

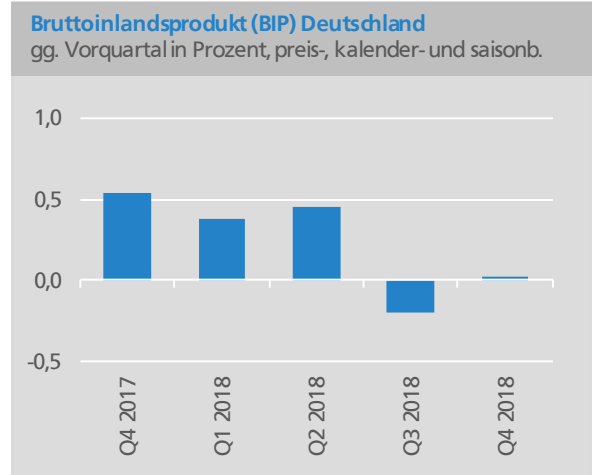
gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Stagnierende Wirtschaftsleistung in Deutschland

Wie bereits in den Ausführungen zur Eurokonjunktur erwähnt, stagnierte das preis-, kalender- und saisonbereinigte BIP Deutschlands im 4. Quartal auf dem Niveau des Vorquartals. Die Entwicklung fiel somit schwächer aus, als Äußerungen von Seiten des Statistischen Bundesamts Mitte Januar hatten erwarten lassen („leichter Anstieg“), und auch schwächer als der BVR in seiner Dezember-Konjunkturprognose angenommen hatte (Anstieg um 0,5 %). Zuvor, im 3. Quartal, war das BIP mit einer Verlaufsrate von 0,2 % zurückgegangen, was in erster Linie aus dem Sondereffekt eines Zulassungstaus in der Kfz-Industrie – im Zuge der Einführung des Abgasmessverfahrens WLTP – resultierte. Der BVR war in seiner Dezember-Konjunkturprognose davon ausgegangen, dass es nach der Wachstumsdelle vom 3. Quartal im Jahresendquartal zu einer Gegenbewegung kommen wird. Die Hoffnung auf eine durchgreifende Erholung in der Kfz-Industrie hat sich im 4. Quartal allerdings noch nicht erfüllt. Vor dem Hintergrund des unerwartet schwachen 4. Quartals hat das Statistische Bundesamt seinen Jahreswert 2018 zum preisbereinigten BIP-Wachstum von 1,5 % auf 1,4 % nach unten revidiert. Den aktuellen amtlichen Daten zufolge zeigte sich das Konjunkturbild im Jahresendquartal uneinheitlich. Einerseits legte die Binnennachfrage weiter zu. Es wurde deutlich mehr in Bauten (+1,3 %) aber auch in Ausrüstungen (+0,7 %) investiert und auch die staatlichen und privaten Konsumausgaben (+1,6 % bzw. +0,2 %) stiegen. Andererseits dämpfte die Rückführung der im Vorquartal merklich gestiegenen Lagerinvestitionen den BIP-Zuwachs erheblich und vom Außenhandel gingen insgesamt keine Impulse aus, da die Exporte und Importe (jeweils +0,7 %) in gleichem Umfang zulegen. Modellbasierte Schätzungen des BVR lassen derzeit für das erste Halbjahr 2019 zwar wieder eine Rückkehr auf den Wachstumspfad erwarten. Angesichts der aktuellen Datenkonstellation mit einem schwierigen Start in das Jahr (Statistischer Überhang von Null) und der nach wie vor hohen politischen Risiken (Stichworte Brexit und Handelskonflikte) ist 2019 aber bestenfalls mit einem Anstieg des preisbereinigten BIP von 1 % zu rechnen.



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR

## Konjunkturerwartungen auf niedrigem Niveau stabil

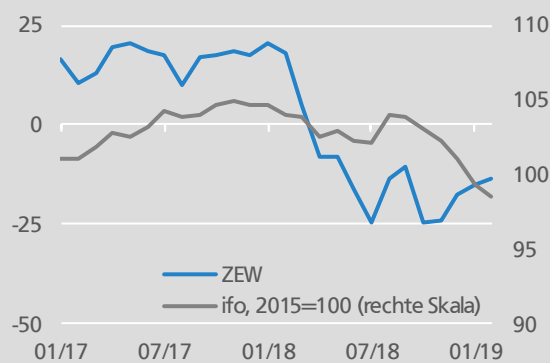
Die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland sind von Januar auf Februar leicht um 1,6 Punkte gestiegen. Der Indikator befindet sich mit -13,2 Punkten aber noch immer deutlich im negativen Bereich. Zu den gedämpften Aussichten dürften neben zuletzt vielfach schwach ausgefallenen in- und ausländischen Konjunkturdaten vor allem die nach wie vor hohen politischen Unsicherheiten beitragen (Stichworte: Brexit, Handelskonflikte). Im Gegensatz zu den ZEW-Konjunkturerwartungen ist der ifo Geschäftsklimaindex im Februar abermals zurückgegangen, um 0,8 Punkte auf 98,5 Punkte. Alles in allem deuten die aktuellen Indikatoren des ZEW und des ifo Instituts darauf hin, dass die gesamtwirtschaftliche Entwicklung im ersten Halbjahr gedämpft bleiben wird.

## Weiterhin schwache Industrieproduktion

In Deutschland blieb die Industriekonjunktur zum Jahresende schwach. Die Industrieproduktion ist gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt zwar geringfügig um 0,2 % gestiegen. Im gesamten 4. Quartal war die Erzeugung jedoch um 1,3 % gesunken. Die nach dem Rückgang vom 3. Quartal erwartete Belebung ist somit weitestgehend ausgeblieben. Im Sommerquartal war der Ausstoß ebenfalls zurückgegangen, was vor allem aus den Problemen in der Kfz-Industrie im Zuge der Einführung des neuen Abgasmessverfahrens WLTP resultierte (Kfz-Zulassungstau). Allerdings hat sich die Situation in der Kfz-Industrie inzwischen spürbar stabilisiert. Die Branche konnte ihren Ausstoß im Dezember erheblich erhöhen (+7,2 %). Der Auftragseingang der deutschen Industriebetriebe fiel im Dezember abermals verhalten aus. Die Bestellungen gingen um 1,6 % zurück, nachdem sie im November im Wesentlichen stagniert hatten (-0,2 %). Verantwortlich für den Rückgang waren in erster Linie die Aufträge aus dem Ausland, die im Zuge der schwächeren Weltkonjunktur erneut merklich abnahmen (-2,3 %). Die Inlandsorders gaben demgegenüber weniger deutlich nach (-0,6 %). Im 4. Quartal sind die Neuaufträge insgesamt um 0,3 % gestiegen.

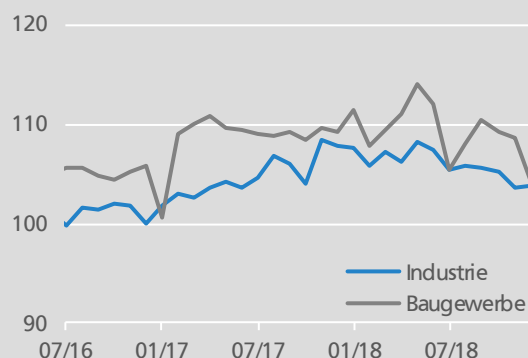
### Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland

Saldenwerte, saisonbereinigt



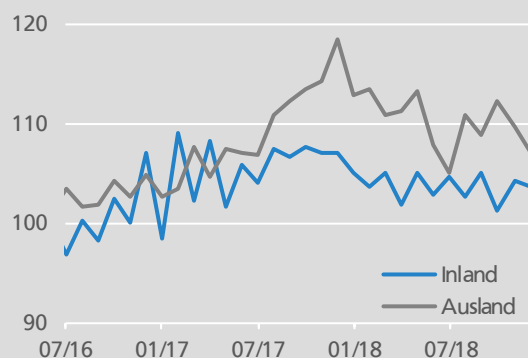
### Produktion Deutschland

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



### Aufträge Deutschland

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Rückgang der Inflationsrate

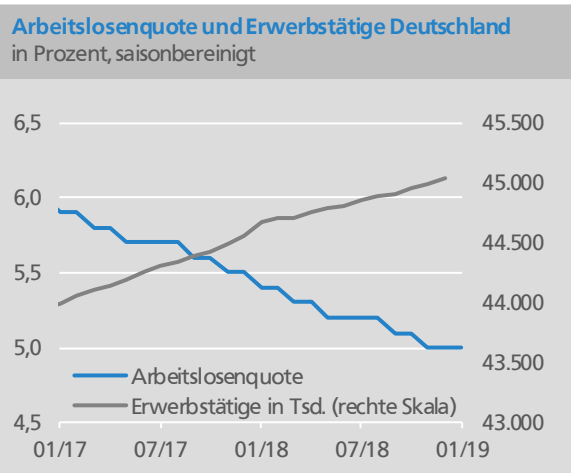
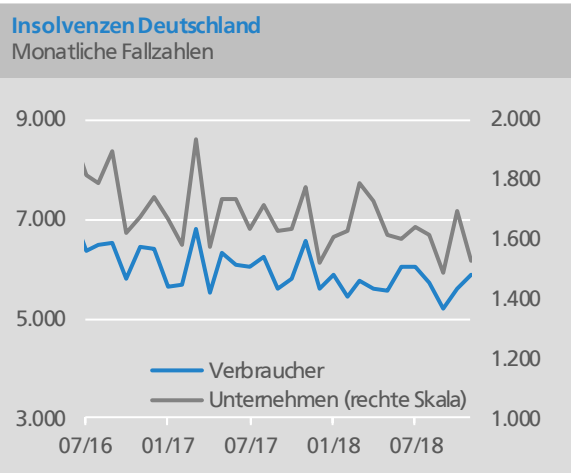
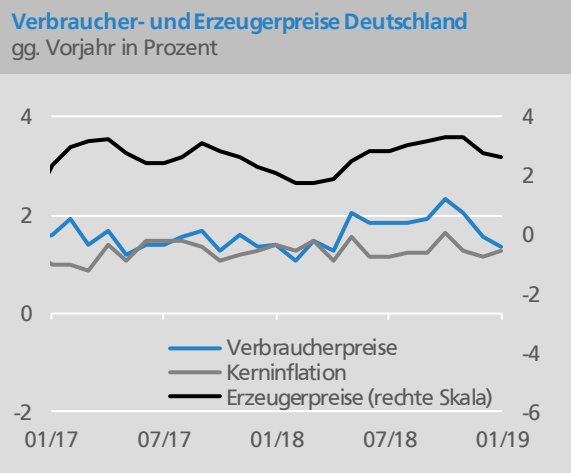
Die Inflationsrate Deutschlands, gemessen am Verbraucherpreisindex (VPI), hat sich zuletzt von 1,6 % im Dezember auf 1,4 % im Januar vermindert. Für den Rückgang der Gesamtrate waren in erster Linie die Energiepreise verantwortlich, die um 2,3 % stiegen, nachdem sie sich im Dezember um 4,9 % verteuert hatten. Mit den neuen Januar-Daten wurden auch rückwirkend revidierte Angaben bis Anfang 2015 veröffentlicht. Grund für die Revision war eine reguläre Überarbeitung des Wägungsschemas und methodische Änderungen, wie neue Berechnungsmethoden für Mietpreise.

### Deutlich weniger Insolvenzen

Trotz der schwächeren Konjunkturdynamik ist die Anzahl der Insolvenzen zuletzt merklich gesunken. Nach Angaben der Amtsgerichte gab die Zahl der Firmenpleiten im November 2019 gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat um 13,7 % auf 1.528 Fälle nach. Die Zahl der Verbraucherinsolvenzen sank um 10,3 % auf 5.877. Zum deutlichen Rückgang der Fallzahlen dürfte auch ein Sondereffekt beigetragen haben. So konnten im Oktober 2017 wegen des bundesweit als Feiertag gefeierten Reformationsjubiläums weniger Insolvenzen bearbeitet werden. Nachholeffekte sorgten dann im November 2017 für ein erhöhtes Ausgangsniveau der aktuellen Veränderungsdaten.

### Arbeitsmarkt entwickelt sich noch immer günstig

Zu Jahresbeginn haben sich am deutschen Arbeitsmarkt die günstigen Trends fortgesetzt. Die Arbeitslosenzahl ist nach aktuellen Angaben der Bundesagentur für Arbeit im Januar gegenüber dem Vormonat zwar um 196.000 auf 2,406 Mio. Menschen gestiegen. Grund für den Anstieg war jedoch alleine die saisonal übliche Winterpause in vielen Betrieben. In saisonbereinigter Rechnung ging die Arbeitslosenzahl um 2.000 Personen zurück. Die um jahreszeitliche Effekte bereinigte Arbeitslosenquote blieb im Januar unverändert bei 5,0 %. Im Gegensatz zur Arbeitslosigkeit nahm die Erwerbstätigkeit abermals zu. Die saisonbereinigte Erwerbstätigenzahl kletterte nach jüngsten amtlichen Schätzungen im Dezember gegenüber dem Vormonat auf 42.000 Menschen. ■



Quelle: Thomson Reuters Datastream