

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

Normalisierung der Sparquote bietet Chance auf dynamische Erholung

Die Ersparnisbildung der privaten Haushalte wird in diesem Jahr maßgeblich von der Coronaviruspandemie bestimmt. Aufgrund eingeschränkter Konsummöglichkeiten von Kontaktbeschränkungen weiteten die privaten Haushalte ihr Sparen massiv aus. Im 2. Quartal sprang die Sparquote auf 21,1 %. Mit der Belebung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität im 3. Quartal reduzierte sich diese zwar wieder etwas. Die Sparquote liegt allerdings weiterhin deutlich oberhalb des Niveaus von vor dem Ausbruch der Coronaviruspandemie.

Das Sparverhalten unterscheidet sich damit deutlich von dem in früheren Rezessionen. So wurde das Sparvolumen meist reduziert, etwa um temporäre Einkommensverluste aus Arbeitslosigkeit abzufedern. In der aktuellen Rezession ist die Sparquote der privaten Haushalte hingegen deutlich gestiegen. Allein aus einer Rückkehr der Sparquote zum Vorkrisenniveau könnte (im Vergleich zu einer unveränderten Sparquote) ein konjunktureller Impuls von bis zu 3,2 Prozentpunkten zum Bruttoinlandsprodukt resultieren. Darüberhinaus beläuft sich der bis zum 3. Quartal 2020 aufgrund eingeschränkter Konsummöglichkeiten aufgelaufene Sparüberschuss auf 2,3 % des Bruttoinlandsprodukts.

Die Analyse des Geldvermögens zeigt zum einen, dass – für Rezessionen untypisch – bisher kaum Wertverluste des Geldvermögens der privaten Haushalte angefallen sind. Somit verfügen die Haushalte über umfangreiche Rücklagen, welche für Konsum zur Verfügung stünden. Zum anderen wurden die gesparten Summen bevorzugt in hoch liquide Werte angelegt. Dies spricht für eine hohe Konsumneigung nach Auslaufen der Beschränkungen der Konsummöglichkeiten. Der private Konsum dürfte somit die zentrale Stütze der konjunkturellen Belebung im kommenden Jahr werden.



Inhalt

Normalisierung der Sparquote bietet Chance auf dynamische Erholung	2
Dr. Martin Micheli E-Mail: m.micheli@bvr.de	
Finanzmärkte	6
Dr. Martin Micheli E-Mail: m.micheli@bvr.de	
Konjunktur	7
Dr. Gerit Vogt E-Mail: g.vogt@bvr.de	

Normalisierung der Sparquote bietet Chance auf dynamische Erholung

Sparquote steigt während der Coronaviruspandemie

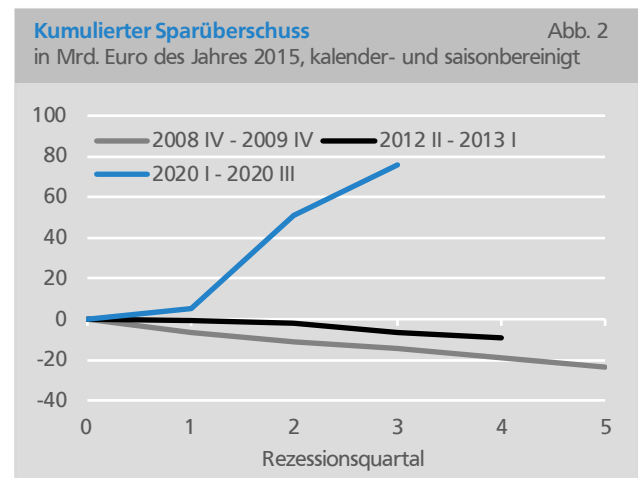
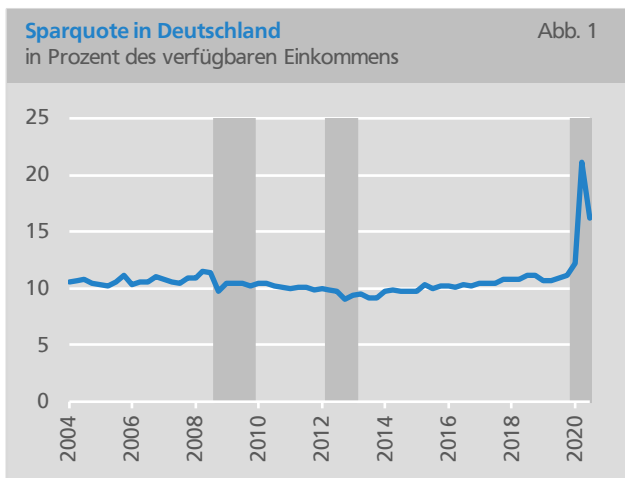
Seit Ausbruch der Coronaviruspandemie zu Beginn dieses Jahres ist die Sparquote der privaten Haushalte in Deutschland deutlich gestiegen. Im 1. Quartal 2020 legte die Sparquote um 1,1 Prozentpunkte zu (Abb. 1). Im 2. Quartal beschleunigte sich der Anstieg auf 8,9 Prozentpunkte. Die Quote kletterte damit auf einen bisher nicht beobachteten Wert von 21,1 % und war damit nahezu doppelt so hoch wie vor Beginn der Pandemie. Der bisher beobachtete höchste Wert seit der Wiedervereinigung lag bei 13,6 % im 2. Quartal 1991. Zwar ging die Sparquote im 3. Quartal 2020 wieder deutlich zurück, um 4,9 Prozentpunkte. Mit 16,2 % lag diese allerdings weiter deutlich über dem Niveau von vor der Rezession.

Sparverhalten unterscheidet sich erheblich von dem in vergangenen Rezessionen

In früheren Rezessionen war die Sparquote meist rückläufig. Ein etwaiger Rückgang des verfügbaren Einkommens, beispielsweise aufgrund rezessionsbedingter Arbeitslosigkeit, wird typischerweise durch geringeres Sparen abgefedert. Dies wirkt einem ansonsten notwendigen deutlichen Konsumrückgang entgegen. So reduzierte sich die Sparquote während der Großen Rezession um 1,2 Prozentpunkte. Während der Staatsschuldenkrise im Euroraum ging diese um 0,6 Prozentpunkte zurück.

Die Ursache für die außergewöhnliche Entwicklung der Sparquote in der aktuellen Rezession dürfte in erster Linie in der ungewöhnlichen Ursache der Rezession begründet sein. Vorangegangene Rezessionen wurden meist durch eine schwache gesamtwirtschaftliche Nachfrage ausgelöst. So ging der Rezession Anfang der 2000er Jahre die Dotcom-Blase an den Aktienmärkten voraus, welche übersteigerte Erwartungen an den vom Internet ausgehenden technologischen Fortschritt offenbarte. Die Große Rezession in den Jahren 2008/09 und die Staatsschuldenkrise im Euroraum übertrugen sich insbesondere über einen Rückgang der ausländischen Nachfrage nach deutschen Produkten auf die heimische Wirtschaft.

Der Anstieg der Sparquote deutet allerdings darauf hin, dass die aktuelle Rezession wohl nicht auf einen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zurückzuführen ist. Zwar war der private Konsum maßgeblicher Treiber des aktuellen Wirtschaftseinbruchs. Diese Konsumschwäche dürfte jedoch weniger auf einen Rückgang der verfügbaren Einkommen als vielmehr auf eine pandemiebedingte Einschränkung der Konsummöglichkeiten zurückgehen. So ging das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte in den ersten beiden Quartalen lediglich um 0,4 % und 1,0 % zurück. Der vergleichsweise geringe Rückgang der verfügbaren Einkommen dürfte mit dem für die Tiefe des konjunkturellen Einbruchs nur moderaten Anstieg der Arbeitslosigkeit zusammenhängen. Insbesondere die



Anmerkung Abb. 1: kalender- und saisonbereinigt, schraffierte Flächen repräsentieren Rezessionen

Quellen: Statistisches Bundesamt, BVR

Regelungen zur Kurzarbeit dürften hierzu beigetragen haben. Die privaten Konsumausgaben brachen hingegen zur gleichen Zeit mit Rückgängen von 1,5 % und 11 % regelrecht ein. Bei rückläufigem Infektionsgeschehen und der Rückführung der Infektionsschutzmaßnahmen hat sich der private Konsum dann wieder deutlich belebt. Im 3. Quartal expandierte dieser mit 9,4 % wieder deutlich.

Auch die Google-Mobilitätsindikatoren legen nahe, dass ein Rückgang der Konsummöglichkeiten maßgeblich für den Einbruch des privaten Konsums im ersten Halbjahr war. Mit der Ausbreitung der Coronaviruspandemie im März mieden Konsumenten zunehmend – zunächst freiwillig, später aufgrund von Beschränkungen zwangsweise – Orte zur Freizeitgestaltung wie Restaurants und den stationären Einzelhandel. Auch Reisebeschränkungen für Risikogebiete haben einen Sommerurlaub im Ausland mindestens erschwert.

Diesen Unterschied im Sparverhalten zu vergangenen Rezessionen verdeutlicht Abbildung 2. Sie vergleicht die Entwicklung des kumulierten realen Sparüberschusses in den vorherigen beiden Rezessionen¹ zu der in der aktuellen Rezession. Ausgangspunkt ist jeweils das letzte Quartal vor Beginn der Rezession.

Der Ersparnisüberschuss ist definiert als der Teil des Sparens privater Haushalte, welcher auf eine veränderte Sparquote zurückzuführen ist. Zum Ende der Großen Rezession etwa war das kumulierte Spardefizit am stärksten ausgeprägt und lag in realer Betrachtung (in Preisen des Jahres 2015) bei 24 Mrd. Euro. Zum Ende der Staatsschuldenkrise betrug es 9 Mrd. Euro. In der aktuellen Situation ist die Sparquote hingegen nicht gesunken, sondern gestiegen.

Rücklagen der privaten Haushalte dürften kommenden Aufschwung begünstigen

Mit dem Rückgang des Infektionsgeschehens im Sommer hat sich die gesamtwirtschaftliche Aktivität im 3. Quartal zwar wieder deutlich belebt. Das Bruttoin-

landsprodukt liegt allerdings immer noch 4 % unter dem Niveau zum Jahresende 2019. Vor dem Hintergrund der zuletzt wieder deutlich gestiegenen Infektionsszahlen und der erneuten Ausweitung des Infektionsschutzes seit November dürfte die Konjunktur kurzfristig wieder deutlich abkühlen. Aufgrund fiskalischer Maßnahmen sowie der für Dezember angekündigten expansiveren Ausrichtung der Geldpolitik dürfte ein deutlicher Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage allerdings verhindert werden können. Im Sommer des kommenden Jahres dürfte das Infektionsgeschehen dann aufgrund des wärmeren Wetters und der Möglichkeit zum Treffen im Freien wieder deutlich abnehmen. Hinzu kommt, dass die Immunisierung der Bevölkerung durch die Verfügbarkeit von Impfstoffen steigen sollte.

Vor diesem Hintergrund scheinen die Vorzeichen für einen dynamischen Aufschwung im Sommer des kommenden Jahres weiter gut zu stehen. Der deutliche Anstieg der Sparquote in diesem Jahr wird sich im kommenden Jahr kaum wiederholen. Vielmehr dürfte sich die Sparquote ihrem Niveau von vor der Coronaviruspandemie annähern. Das Profil der Rückführung der Sparquote dürfte die gesamtwirtschaftliche Aktivität im kommenden Jahr allerdings erheblich beeinflussen. Um dies zu veranschaulichen vergleichen wir den konjunkturellen Impuls der sich aus einem Absinken der Sparquote zum 1. Quartal 2021 auf das Niveau von vor der Coronaviruspandemie (11,1 %) ergäbe zu dem bei einer seit dem 3. Quartal 2020 unveränderten Sparquote von 16,2 %. Das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die Zunahme der betrieblichen Versorgungsansprüche wurden mit den im 3. Quartal 2020 beobachteten Werten fortgeschrieben. Im ersten Fall tragen die privaten Konsumausgaben 3,2 Prozentpunkte stärker zur Expansion der gesamtwirtschaftlichen Aktivität bei als bei einer konstanten Sparquote. Dies veranschaulicht den potenziell erheblichen Einfluss der Sparquote auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität im kommenden Jahr.

¹Wir verwenden die Rezessionsdatierung des Vier-Phasen-Schemas in Heilemann, U.: Rezessionen in der Bundesrepublik Deutschland von 1966 bis 2013, Wirtschaftsdienst, 2019, Heft 8.

Hinzu kommt, dass die privaten Haushalte aufgrund pandemiebedingter Einschränkungen der Konsummöglichkeiten die Sparquote erhöht haben. Daher haben die privaten Haushalte erheblich mehr Vermögen angespart als im Falle einer in der Rezession unveränderten Sparquote. Nach einem Wegfall der Konsumbeschränkungen steht diese Ersparnis dann potenziell für Konsum zur Verfügung. Die kumulierte Summe über die ersten drei Quartale dieses Jahres beläuft sich auf 76 Mrd. Euro (in Preisen des Jahres 2015), was 2,3 % der Wirtschaftsleistung des Jahres 2019 entspricht.

Breiter Anstieg des Geldvermögens

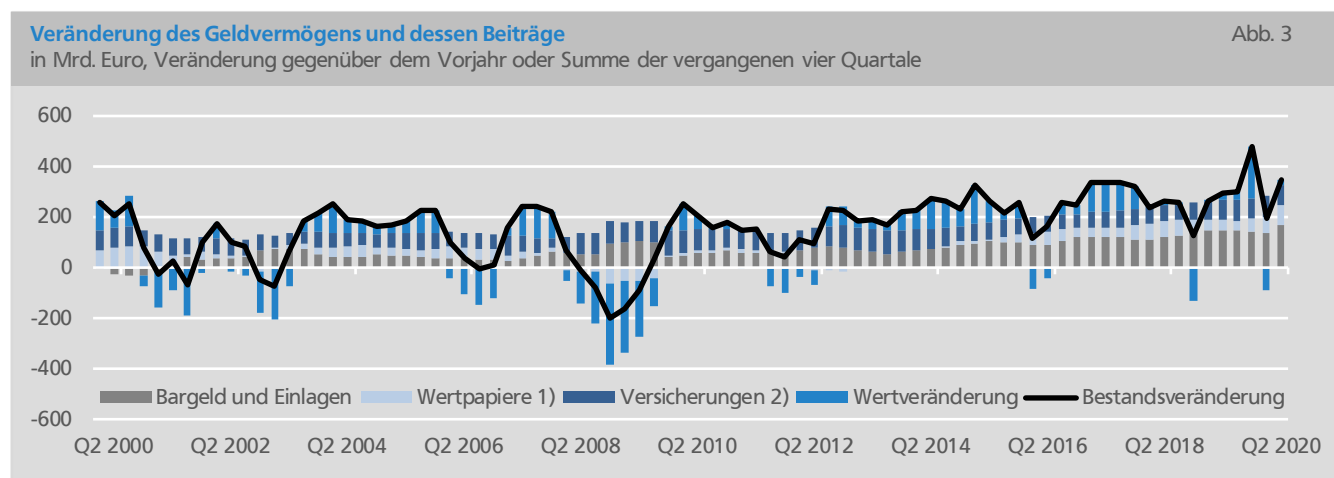
Ein Hinweis darauf, inwieweit die während der Coronaviruspandemie kumulierte Ersparnis zeitnah für den Konsum zur Verfügung stehen, kann die Verwendung dieser Mittel geben. Informationen zum Geldvermögen liegen bis einschließlich für das 2. Quartal vor. Im ersten Halbjahr hat das Geldvermögen der privaten Haushalte deutlich zugenommen. Zuletzt war dieses 348 Mrd. Euro höher als ein Jahr zuvor (Abb. 3). Dies entspricht einem Anstieg um 5,4 %. Im Vorquartalsvergleich nahm das Geldvermögen um 1,3 % (Veränderung der 4-Quartalsumme) zu.

Zu diesem Anstieg trugen sowohl Bargeld und Einlagen als auch Wertpapiere und Versicherungen (inklusive sonstige Forderungen) positiv bei. Mit 40 % (Anteil des 4-Quartalsdurchschnitts) waren Bargeld und Einla-

gen zwar bereits die gewichtigste Position im Geldvermögen der privaten Haushalte. Aufgrund von Transaktionen, d. h. der Anlage neuer Mittel, stieg deren Volumen im Vorjahresvergleich um rund 169 Mrd. Euro. Damit entfiel mehr als die Hälfte des neu angelegten Geldvermögens auf diese Anlageform, was einem überproportionalen Zuwachs entspricht. Innerhalb des Geldvermögens wurden dabei insbesondere die ausgesprochen liquiden Positionen Bargeld und Sichteinlagen ausgeweitet. Weniger liquide Termin- und Spareinlagen haben die privaten Haushalte hingegen reduziert.

Rund 80 Mrd. Euro wurden in Wertpapiere angelegt. Der Wertpapiererwerb entsprach damit dem Gewicht von Wertpapieren im Geldvermögen von 24 %. Mit 77 Mrd. Euro flossen rund 24 % der neu angelegten Mittel in Versicherungen. Am Geldvermögen machen Versicherungen allerdings etwa 36 % aus.

In Rezessionen werden typischerweise zusätzliche Mittel in liquide Anlageformen wie Bargeld und Einlagen angelegt. Aufgrund geringerer Zinsen sinken die Opportunitätskosten der Geldhaltung. Auch aktuell fließen zusätzliche Mittel in diese liquiden Anlageformen. Allerdings haben sich die Einlagezinsen für private Haushalte in den vergangenen Monaten kaum verändert, da das Zinsniveau bereits seit geraumer Zeit in der Nähe der Nullzinsuntergrenze verharrt. Die Verschiebung weg von weniger liquiden Versicherungen hin zu



1) Schuldverschreibungen und Anteilsrechte

2) Versicherungs-, Alterssicherungs- und Standardgarantie-Systeme und sonstige Forderungen

Quelle: Refinitiv Datastream

Bargeld und Einlagen sowie die Substitution innerhalb dieser Position des Geldvermögens von Spareinlagen durch liquidere Sichteinlagen könnte daher auf eine erhöhte Konsumneigung der privaten Haushalte in den kommenden Quartalen hindeuten.

Ungewöhnlich für eine Rezession ist, dass Haushalte aktuell zusätzliche Wertpapiere am Kapitalmarkt erwerben, zuletzt in einem Volumen von 80 Mrd. Euro. Dies entspricht etwa dem Nettoerwerb während des Aufblähens der Dotcom-Blase. Dies könnte ein Hinweis auf eine weiterhin positive Wahrnehmung der konjunkturellen Perspektive durch private Haushalte sein. In vergangenen Rezessionen hatten die privaten Haushalte Mittel vom Kapitalmarkt abgezogen.

Auch die im 2. Quartal verzeichneten Bewertungsgewinne des Geldvermögens sind für eine Rezession ungewöhnlich. Typischerweise sinken Aktienkurse im Abschwung. Sowohl nach dem Platzen der Dotcom-Blase als auch während der Großen Rezession haben Wertberichtigungen deutlich negativ zur Ausweitung des Geldvermögens beigetragen. In der aktuellen Rezession haben sich die Aktienpreise hingegen sehr schnell von den Kursverlusten im Frühjahr erholt. Aktuell notieren diese wieder in der Nähe vergangener Höchststände.

Ausblick

Die Sparquote der privaten Haushalte ist in diesem Jahr deutlich gestiegen. Dies ist ausgesprochen ungewöhnlich für eine Rezession und dürfte mit den besonderen Ursachen der aktuellen Rezession zusammenhängen. Im kommenden Jahr, wenn die Coronaviruspandemie überwunden werden sollte, dürfte die Sparquote wieder deutlich sinken. Allein aus einer Rückkehr der Sparquote der privaten Haushalte auf das Niveau von vor der Krise könnte ein Impuls von 3,2 Prozentpunkten für das Bruttoinlandsprodukt im kommenden Jahr resultieren. Hinzu kommen die, aufgrund eingeschränkter Konsummöglichkeiten während der Coronaviruspandemie, kumulierten Ersparnisse von etwa 2,3 % des Bruttoinlandsprodukts, welche potenziell für Konsum zur Verfügung stehen.

Eine Betrachtung des Geldvermögens zeigt, dass private Haushalte überwiegend in hoch liquiden Anlagen

sparen. Dies könnte auf eine gesteigerte Konsumneigung im Falle eines Rückgangs der pandemiebedingten Konsumrestriktionen im kommenden Jahr hindeuten. Eine notwendige Bedingung hierfür bleibt jedoch, dass sich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nicht nachhaltig eintrübt, etwa aufgrund des absehbaren Anstiegs von Unternehmensinsolvenzen in den kommenden Monaten. ■



Inflationssichten weiter moderat

Der BVR Indikator für die Inflationssichten im Euroraum ist in den vergangenen Monaten weiter gestiegen. Im Oktober zog der Index um 4 auf 38 Indexpunkte an. Im November verharrte er auf diesem Niveau. Damit haben sich die Inflationssichten weiter von dem pandemiebedingten Tief im Frühjahr dieses Jahres erholt; im Mai hatte der Index bei lediglich 26 Indexpunkten gelegen. Der Indikator liegt allerdings immer noch deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt von 50 Punkten. Dies deutet auf einen nur gedämpften Preisauftrieb in der mittleren Frist hin.

Konjunktur belastet Inflationssichten

Die Konjunktur im Euroraum bleibt der maßgebliche Belastungsfaktor für die Inflationssichten in der mittleren Frist. Mit 27 Punkten liegt der Teilindikator zur Konjunktur weiter deutlich unter dem langjährigen Mittel. Zwar hat sich die Konjunktur im Euroraum in den vergangenen Monaten spürbar belebt. Hierauf deuten sowohl die Industrieproduktion als auch der Auftragseingang und die Kapazitätsauslastung im Euroraum hin. Das Wirtschaftsklima stagnierte zuletzt hingegen bereits wieder. Das erneute Aufflammen der Coronaviruspandemie und die Ausweitung der Infektionsschutzmaßnahmen dürften einer raschen konjunk-

turellen Belebung in den kommenden Monaten jedoch entgegenstehen.

Lohnstückkosten treiben Kostenkomponente

Der Kostenindikator hat sich in den vergangenen Monaten wenig verändert und lag im November bei 49 Punkten. Die eingehenden Indikatoren zeichnen ein heterogenes Bild. Der Wechselkurs hat sich in den vergangenen Monaten wenig verändert. Die Energiepreise zogen zwar an, sind allerdings immer noch vergleichsweise gering. Die Lohnstückkosten befanden sich hingegen bereits auf einem hohen Niveau und haben im 3. Quartal neuerlich angezogen.

Kreditwachstum bleibt robust

Das Kreditwachstum im Euroraum blieb bis zuletzt robust. Mit einem Indexwert von 52 Punkten trägt die Kreditentwicklung überdurchschnittlich zu den mittelfristigen Inflationssichten bei. Das jährliche Kreditwachstum an dem privaten Sektor lag im September bei 4,6 %. Insbesondere an nichtfinanzielle Unternehmen wurde das Kreditwachstum bis zuletzt deutlich ausgeweitet. Dies dürfte in einem, aufgrund pandemiebedingt geringer Einnahmen, akuten Liquiditätsbedarf von Unternehmen begründet liegen. ■

BVR Inflationssichten
in Punkten, Euroraum



	Sep. 20	Okt. 20	Nov. 20
BVR Inflationssichten	34	38	38
Konjunktur (50 %)	20	25	27
Preise/Kosten (40 %)	48	49	49
Kreditdynamik (10 %)	50	51	52

Die BVR Inflationssichten sind ein Indikator für die mittelfristige Inflationstendenz im Euroraum mit Werten zwischen null und 100. Der Indikatorwert von 50 ist mit dem Erreichen des impliziten Inflationsziels der EZB von „unter, aber nahe von 2 %“ verbunden. Geringere (höhere) Werte signalisieren eine geringere (höhere) mittelfristige Inflationstendenz. Die Konjunkturkomponente enthält die Industrieproduktion, den Auftragseingang, das Wirtschaftsklima und die Kapazitätsauslastung im Euroraum. Die Komponente für Preise/Kosten beinhaltet den HWWI-Energiepreisindex, die Lohnstückkosten und den handelsgewichteten Euro-Wechselkurs. Die Kreditdynamik wird anhand der Jahreswachstumsrate der Kredite an Unternehmen und Privathaushalte gemessen.

Quelle: BVR, Refinitiv Datastream



Zweite Coronawelle unterbricht wirtschaftliche Erholung

BVR Konjunkturbarometer signalisiert erneute Abschwächung

Angesichts wieder steigender Coronainfektionszahlen haben Bundeskanzlerin Angela Merkel und die Länder-Ministerpräsidenten für November und Dezember einen deutschlandweiten Teil-Lockdown beschlossen. Im Zuge dessen kam die Erholung des BVR Konjunkturbarometers von dem während des Frühjahr-Lockdowns erreichten Tiefstand zum Stillstand. Der Indikator, der nach aktuellem Datenstand von 9 Punkten im März auf 36 Punkte im September gestiegen war, ging zuletzt auf 27 Punkte im Oktober und November zurück. Für das 4. Quartal zeichnet sich daher erneut eine Abschwächung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ab. Nachdem im Vorquartalsvergleich sehr wachstumstarken 3. Quartal, dürfte es im Jahresendquartal zu einem spürbaren Rückgang des Bruttoinlandsprodukts (BIP) kommen. Das BIP befand sich im 3. Quartal um 4,0 % unter seinem Vorjahreswert.

Keine Impulse von den Preisindikatoren

Maßgeblich für den Rückgang des Barometers ist seine Preiskomponente. Neben den Verbraucherpreisen und

dem Ölpreis befindet sich nun auch der DAX unter seinen Vergleichswerten vom Vorjahr.

Stimmungsindikatoren stützen das Barometer weiterhin

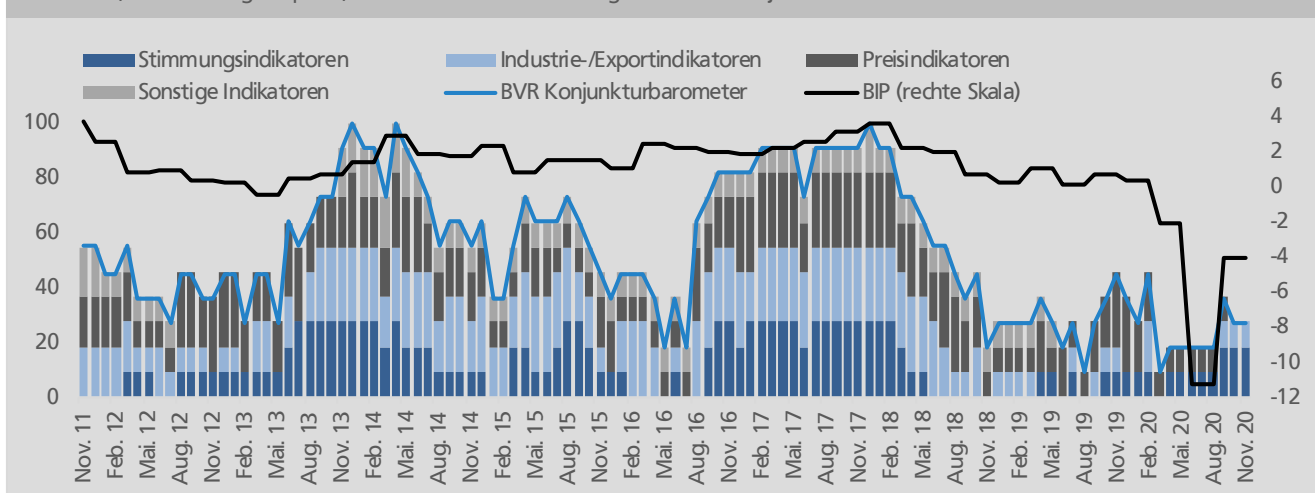
Trotz der wegen zunehmender Virus- und Konjunktursorgen zuletzt eingetrübten Stimmungsindikatoren geht von diesen noch immer eine Steigerungswirkung auf das BVR Konjunkturbarometer aus. Sowohl der ifo Geschäftsklimaindex als auch die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland liegen weiterhin über ihren Vorjahresniveaus.

Erholung der Industrie-/Exportindikatoren schreitet voran

Die Erholung der Industriekonjunktur scheint sich ungeachtet des Teil-Lockdowns, der vor allem das Gastgewerbe sowie die Kultur- und Freizeiteinrichtungen beeinträchtigt, fortzusetzen. Dies zeigt sich unter anderem im Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes (ohne den schwankungsanfälligen sonstigen Fahrzeugbau), der jüngst im September erstmals seit langem wieder sein Vorjahresstand übertraf. ■

BVR Konjunkturbarometer

in Prozent, Veränderung des preis-, kalender- und saisonbereinigten BIP zum Vorjahr



Das BVR Konjunkturbarometer ist ein Indikator für die konjunkturelle Entwicklung Deutschlands und kann Werte zwischen null und 100 annehmen. Es verdichtet die Signale von 3 Stimmungskindikatoren (ifo Geschäftsklima, ZEW-Konjunkturerwartungen, Verbrauchervertrauen), 3 Industrie-/Exportindikatoren (Industrieproduktion, Industrie-Auftragseingang, Ausfuhren), 3 Preisindikatoren (Verbraucherpreisindex, Rohölpreis, DAX) und 2 sonstige Indikatoren (Geldmarktzins, Offene Stellen). Als Diffusionsindex misst das BVR Konjunkturbarometer den prozentualen Anteil der Indikatoren an allen 11 einbezogenen Indikatoren, die gegenüber dem Vorjahresmonat gestiegen sind. Liegen für einen Indikator aktuell noch keine Werte vor, wird das Signal des Vormonats verwendet.

Quelle: BVR, Refinitiv Datastream