



Turbulenzen bei Zinsen und Aktienkursen – deutsche Wirtschaft ungerührt auf Reiseflughöhe

Die deutsche Wirtschaft ist in einem gereiften Aufschwung angekommen. Sie ist weiterhin eingebettet in eine gut laufende Weltwirtschaft. Allerdings nehmen die Risiken für eine Erschütterung der derzeit noch so synchron laufenden Entwicklung zu.

So entfaltet der Protektionismus der Trump-Administration zunehmendes Störpotenzial. Die entsprechende Rhetorik war schon länger bekannt. Doch nun schlägt sie sich auch in konkreten Maßnahmen nieder. Die US-Zölle sind Teil eines zunehmend eigenwilligen US-Policy-Mixes aus expansiver Finanzpolitik, sich normalisierender Geldpolitik und einem Schwach-Reden des Dollars.

Die Sorgen vor einer Beschädigung der internationalen Handelsordnung und vor steigenden Zinsen haben im Februar zu mittelgroßen Turbulenzen an den Aktienmärkten geführt. Die Korrekturen machten in der Breite mehr als zehn Prozent der Kurse aus. Sie sind aber in mittelfristiger Perspektive in Zusammenhang mit den vorangegangenen Steigerungen zu sehen.

Die deutsche Konjunktur erlitt zu Jahresbeginn ebenfalls ein paar kleinere Nadelstiche, zeigt sich insgesamt aber weiter sehr robust. Angesichts der inzwischen recht hohen Kapazitätsauslastungen hat zuletzt auch die Investitionstätigkeit bei den Ausrüstungen nachgezogen.

Berlin, 19. März 2018

Autor:

Dr. Holger Schulz

Holger.Schulz@dsgv.de

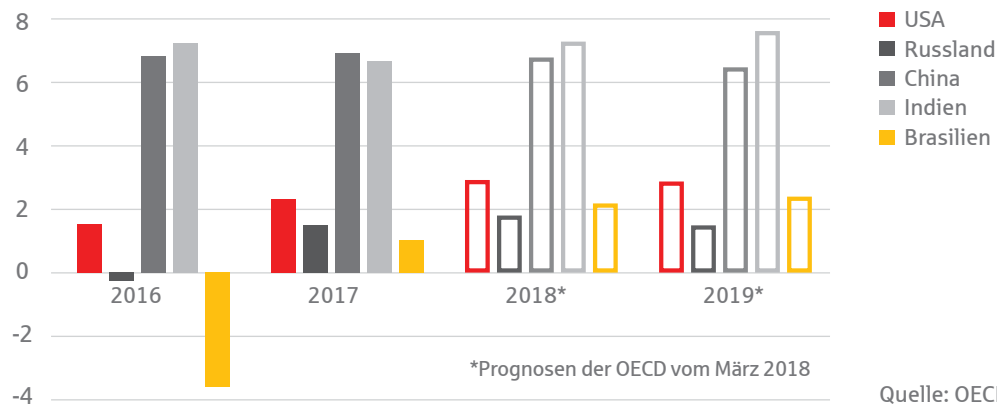
Turbulenzen bei Zinsen und Aktienkursen – deutsche Wirtschaft ungerührt auf Reiseflughöhe

Weltwirtschaft weiter in Expansion

Die Weltwirtschaft bewegt sich weiter mit einem guten Wachstumstempo. Die wirtschaftlich bedeutendsten Weltregionen befinden sich in einem gleichzeitigen Aufschwung. Die wichtigsten Schwellenländer wachsen weiter dynamisch (China, Indien) bzw. haben ihre Rückschläge überwunden (Brasilien, Russland). Vor allem aber unter den fortgeschrittenen Volkswirtschaften präsentierte sich die Lage zuletzt von Monat zu Monat immer günstiger.

Wachstumsraten ausgewählter Wirtschaftsregionen,

Veränderungen zum Vorjahr in Prozent



Auf die Ländergruppe der Industriestaaten konzentrieren sich deshalb die aktuell vorgenommenen Anhebungen der Prognosen für das laufende und das kommende Jahr, so etwa im Update des World Economic Outlook des Internationalen Währungsfonds vom Januar oder ganz aktuell im Ausblick der OECD vom März. Beide internationalen Institutionen setzen Deutschland und den Euroraum, vor allem aber die USA, optimistischer an. Zugleich stellt sich die Frage, welche Gefahren für die Weltwirtschaft von der US-Wirtschaftspolitik ausgehen.

Vor allem die Industrieländer mit gesteigerter Dynamik

US-Wirtschaftspolitik mit ungewöhnlichem Policy Mix – einschließlich des sich nun konkretisierenden Protektionismus

Es ist nicht unmittelbar offensichtlich, ob sich das US-Wachstum „wegen“ oder eher „trotz“ der dortigen steuer- und handelspolitischen Maßnahmen so gut einstellt. Eine gewisse Robustheit und zyklische Stärke hat der US-Aufschwung mit Wachstumsraten von zuletzt um die 2,5 Prozent, in einigen Quartalen 2017 sogar über drei Prozent (annualisiert), durchaus erworben.

US-Steuerreform zyklisch als unnötiger Stimulus

Eine Stimulierung, wie sie die US-Wirtschaft durch die starken Senkungen der Unternehmenssteuern erfährt, benötigt sie aus konjunktureller Perspektive sicher nicht. Aber die Maßnahmen zählen ohnehin eher auf eine strukturelle Änderung. Ob das neue System wirklich konsistent ist und sich positiv auf die Wettbewerbsfähigkeit der US-Wirtschaft auswirkt, bleibt noch abzuwarten. Deutlicher absehbar sind dagegen bereits die Verteilungswirkungen und der Niederschlag im staatlichen Finanzierungssaldo.

Schließlich hängt die, wohl maßgeblich ebenfalls angestrebte Reaktion des Außenhandelsaldos auch davon ab, welche Wechselkurstrends sich durch die Steuerreform oder zumindest parallel dazu einstellen. Die US-Administration versucht seit einiger Zeit, den US-Dollar auch mit verbalen Interventionen schwach zu halten.

Gleichzeitig wurden nach Absagen an multilaterale Abkommen (Transpazifik / Neuverhandlung NAFTA) nun auch unmittelbare Handelsabschottungen verhängt – zunächst auf asiatische Lieferanten abzielend: Solarpanele und Waschmaschinen. Weitere konkrete Manifestationen der von Beginn an protektionistischen Rhetorik von Präsident Trump sind nun die Einfuhrzölle für Stahl und Aluminium, die auch Europa direkt treffen. Andere Güterkategorien wie Fahrzeuge sind bereits angedroht.

Übersicht: Maßnahmen der Trump-Administration

Solarpanele und Waschmaschinen: Einfuhrzölle von 30 bzw. 50 %, die später wieder stufenweise abgeschmolzen werden sollen, zielen vor allem auf China und Südkorea ab

Importzölle auf Stahl, 25 Prozent, (begründet mit Sicherheitsinteressen, Versorgung der Rüstungsindustrie)

Importzölle auf Aluminium, 10 Prozent

(Verbündete/befreundete) Länder können sich um Befreiung von den Zöllen „bewerben“, damit Abzielen auf bilaterale „Deals“, Versuch, UK und EU zu entzweien

Behinderung der multilateralen Freihandelslösungen, z.B. Blockade bei der Benennung neuer Richter für den Streitschlichtungsmechanismus der Welthandelsorganisation (WTO), der dadurch bald handlungsunfähig zu werden droht

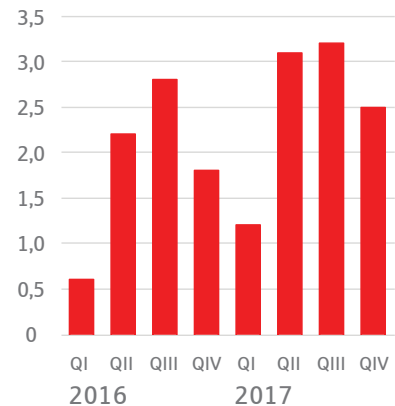
Neuverhandlung des NAFTA-Abkommens

Ausstieg aus den Verhandlungen für eine Trans-Pacific-Partnership (TPP)

Drohungen gegenüber BMW und Mercedes-Benz, bisher nur unkonkret in einer Rede, rechtliche Umsetzung wäre wohl schwierig

Die Geldpolitik der Federal Reserve setzt derweil ihren Normalisierungskurs auch unter dem neuen Vorsitzenden Powell fort. Ein Zinsschritt am 21. März ist wahrscheinlich und brächte die Leitzinsen in die Größenordnung von 1,5 bis 1,75 Prozent. Das allmähliche Abschmelzen des Wertpapierportfolios der Fed ist ebenfalls bereits eingeleitet. Das ist insgesamt zwar immer noch keine restriktive Geldpolitik, aber zumindest schreitet die Normalisierung voran. Die Geldpolitik wirkt nicht mehr so stark akkommodierend wie vor einigen Jahren.

Quartalswachstumsraten der USA in Prozent, saisonbereinigt, annualisiert

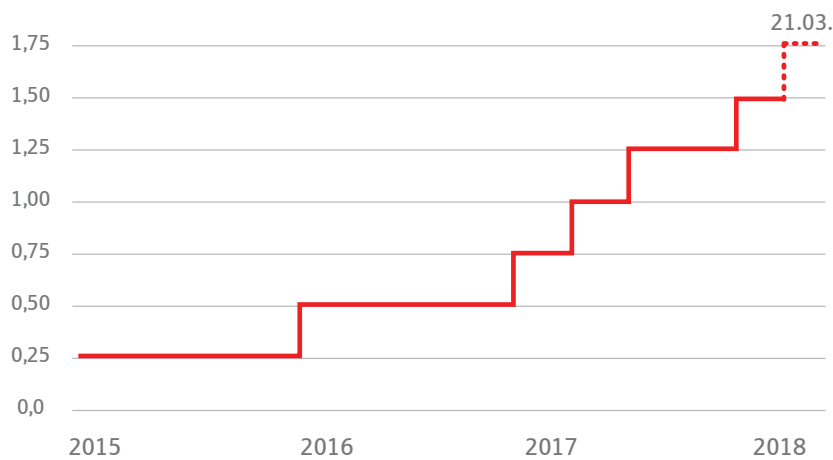


Quelle: Bureau of Economic Analysis

Stahl der gewichtigste Posten im US-Zollpaket

Federal Reserve bleibt auf Normalisierungskurs

Leitzinsen der Federal Reserve, oberer Wert des Zielkorridors



Quelle: Federal Reserve

Die US-amerikanische Wirtschaftspolitik formt somit einen eher ungewöhnlichen Policy Mix:

- Die Fiskalpolitik ist expansiv.
- Die Geldpolitik wird graduell gestrafft.
- Der Außenwert wird herabgeredet.
- Protektionistische Einfuhrzölle werden verhängt.

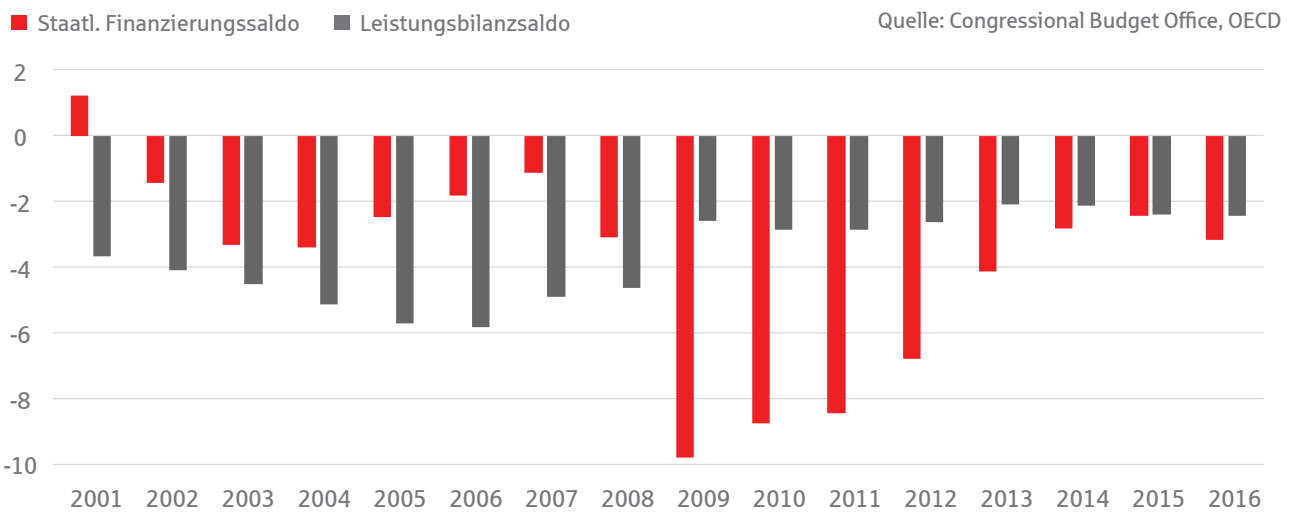
Die ersten beiden Politiken zusammengenommen, wären noch eine erklärbare Konstellation. Sie wäre dann angesagt, wenn bei auskömmlichem Wachstum Preisdruck gebremst werden soll und der Zins steigen soll, etwa um die Zahlungsbilanz über zinsangeregte Kapitalimporte auszugleichen. Letzteres ist aber genau nicht gewollt. Vielmehr ist es erklärtes Ziel der Trump-Administration, das Leistungsbilanzdefizit zu reduzieren. Dafür käme eine zinsinduzierte Aufwertung aus dem Policy-Mix der expansiven Finanz- und der neutraleren Geldpolitik ungelegen.

Die Rückkehr der Zwillings-Defizite

Das „Zwillings-Defizit“ aus Haushaltssaldo und Leistungsbilanzlücke ist aus früheren Dekaden der US-Wirtschaftsentwicklung gut bekannt. Es droht sich nun erneut aufzutun.

Hier kommen zur Eindämmung dann die anderen Bausteine (drei und vier) des Policy-Mixes ins Spiel. Und das sind die vorsichtig formuliert „ordnungspolitisch unsauberen“, die gegen die international üblichen Spielregeln verstoßen. Das birgt große Gefahren für die internationale Handelsordnung. Die Abschottungen der USA können Gegenmaßnahmen anderer Länder hervorrufen und letztlich dazu führen, dass die USA anderen, aber auch sich selbst schaden.

Zwillingsdefizite der USA, in Prozent des BIP



Bisher sind die auf eine Schwächung des Dollar abzielenden begleitenden verbalen Interventionen der US-Administration aus deren Sicht durchaus aufgegangen. Trotz der zunehmenden internationalen Zinsdifferenz zu seinen Gunsten hat der Dollar abgewertet. Im Februar und März war der Euro um rund 20 US-Cent teurer als ein Jahr zuvor.

Dollar trotz zunehmender Zinsdifferenz schwächer

Doch könnte man auch argumentieren, dass sich in dieser Dollar-Schwäche ein gewisses Misstrauen der Märkte ausdrückt, ob der in den USA verfolgte Wirtschaftskurs tatsächlich nachhaltig ist. Für die kurzfristigen Wachstumsaussichten selbst war diese skeptische Sicht bisher nicht schädlich. Aber in indirekten Indikatoren wie Inflationserwartungen oder Aktienkursen kommt erhöhte Nervosität zum Ausdruck.

Wechselkurs USD - EUR



Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen, in Prozent



Inflationserwartungen werden international wieder ein Thema

Die aktuellen Inflationsraten sind in den USA und erst recht im Euroraum oder in Japan noch sehr moderat. In letzteren beiden Währungen liegen sie immer noch unter dem Zielniveau der Notenbanken. Aber die langfristigen Perspektiven beinhalten inzwischen häufiger Szenarien mit nicht nur auf Zielhöhe steigenden, sondern darüber hinausschießenden Inflationsraten.

Solche Überlegungen steckten hinter den seit Jahresbeginn zeitweise stärker gestiegenen langfristigen Kapitalmarktrenditen. Zehnjährige US-Staatsanleihen näherten sich im Februar der Drei-Prozent-Marke. Dieses Niveau spiegelt eher Inflationsprämien, die wieder stärker beim Inflationsziel verankert sind, wider als reale Renditeerwartungen in voller Höhe. Eine Realverzinsung von einem Prozent (plus zwei Prozent Inflationskompensation im Nominalzins) ist im langfristigen Rückblick keinesfalls außerordentlich hoch. Aber es entspricht zumindest nicht mehr der für die letzte Dekade so prägenden Nullzinswelt. Die Zinswelt wird tatsächlich wieder normaler.

Langfristige Renditen driften aufwärts – fünfjährige Bundesanleihen erreichen die Nulllinie

Auch im Euroraum haben – wengleich auf niedrigerem Niveau – die Renditen langfristiger Wertpapiere im Februar zeitweise stärker angezogen. Zehnjährige italienische Staatsanleihen lagen im Vorfeld der dortigen Wahl in etwa an der Zwei-Prozent-Marke. Hier ist nach dem Ausgang der Parlamentswahlen ohne klare Mehrheitsverhältnisse nun noch völlig offen, wie es mit der Regierungsbildung und dem europapolitischen Kurs weitergeht. Die Renditen im Zins sind vorerst bei rund zwei Prozent verblieben, könnten aber etwas volatil werden.

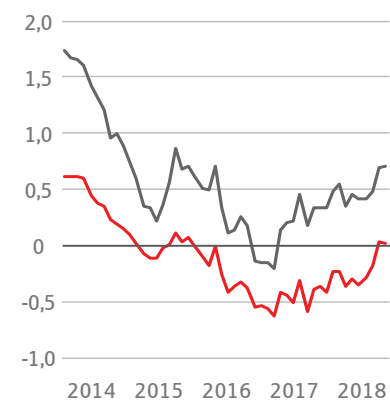
Bei deutschen Bundesanleihen führte der Renditeanstieg im Februar bis auf ca. 0,8 Prozent – eine Größenordnung, die es seit Sommer 2015 nicht mehr gegeben hat. Zuletzt korrigierte sich die Entwicklung ein Stück und die zehnjährigen lagen bei 0,59 Prozent. In der Betrachtung der gesamten Zinsstrukturkurve über differenzierte Laufzeiten hinweg ist bemerkenswert, dass jetzt fünfjährige Bundesanleihen wieder an der Nulllinie angelangt sind, zeitweise im positiven Bereich lagen.

Dabei sind die aktuellen Inflationsraten im Euroraum weiterhin niedrig. Die laufende Zwölfmonatsrate der harmonisierten Verbraucherpreise ist im Februar sogar noch einmal gesunken auf 1,2 Prozent. Im Januar waren es noch 1,3 Prozent und im Februar des Vorjahres war – aufgrund des Basiseffekts beim damals gerade frisch erhaltenen Ölpreis – sogar kurzfristig einmal schon die 2,0 erreicht.

Kapitalmärkte testen Renditeanstiege am langen Ende

Nach der Wahl: Unklare Regierungsbildung in Italien

**Renditen deutscher Staatsanleihen
nach Restlaufzeit**



— 5 Jahre
— 10 Jahre

Quelle: Bundesbank

Warten auf Ansprungen der Preisentwicklung

Doch die jüngsten Rückgänge sollte man nicht überinterpretieren. Der Trend der nachhaltigen Preiskomponenten hat sich nicht verändert. Die Kernraten waren im Februar auf dem gleichen Niveau wie im Januar und weiterhin eine Spur über der Rate vor einem Jahr.

Die seit einigen Monaten gestellte Diagnose, dass etwaige Deflationsgefahren völlig abwegig sind und dass die gute Konjunktur über kurz oder lang auf die Preise durchschlagen wird, hält. Der Niederschlag in den Endpreisen erfordert nur noch etwas mehr Geduld als gedacht. In den letzten Monaten lag die abermalige Verzögerung auch an der Wechselkursentwicklung. Der starke Euro hat hier die Importpreise gedrückt. Auch die jüngsten, mit der EZB-Ratssitzung vom 8. März 2018 vorgelegten Projektionen der EZB sahen deshalb kaum Anlass, den Inflationsausblick für die anstehenden Jahre anzuheben.

Normalisierung der Inflationsraten pausiert

Zum Thema Inflation (Messung, Bewertung, allmählich aufkommender Druck) wird Mitte April auch ein Standpunkt der Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe erscheinen

Bisherige Tarifabschlüsse in 2018 in Deutschland

| Abschluss | Tarifbereich | Lohn, Gehalt, Entgelt | |
|-----------|---|--|--|
| | | 2018 | 2019 |
| 10.01.18 | Energiewirtschaft (GWE-Bereich) Nordrhein-Westfalen | 200 € Pauschale für 1 Mon. 2,2 % ab 01/2018 | 2,1 % ab 01/2019 Laufzeit 25 Mon. bis 12/2019 |
| 23.01.18 | Holz und Kunststoff verarbeitende Industrie Baden-Württemberg (Pilotabschluss) | 300 € Pauschale für 4 Mon. 4,0 % ab 05/2018 Laufzeit 21 Mon. bis 09/2019 | - |
| 06.02.18 | Metall- und Elektroindustrie Baden-Württemberg | 2 Nullmonate 100 € Pauschale für 1 Mon. 4,3 % ab 04/2018 | 27,5 % eines Monatsentgelts im Juli ab 2019 400 € im Juli 2019 (12,3 % der EntgGr. 7 ab Juli 2020) Laufzeit 27 Mon. bis 03/2020 |
| 20.02.18 | Volkswagen AG | 2 Nullmonate 100 € Pauschale für 1 Mon. 4,3 % ab 04/2018 | 27,5 % eines Monatsentgelts im August ab 2019 Laufzeit 27 Mon. bis 04/2020 |

Quelle: WSI-Archiv

Zuletzt sind an ersten Lohnabschlüssen, etwa in Deutschland in der laufenden Tarifrunde wieder etwas dynamischere Einflüsse, am Ende auch für die Preisentwicklung, erkennbar geworden. Die Abschlüsse sind nicht unverantwortlich hoch ausgefallen, aber im Vergleich zur Produktivitätsentwicklung doch weitgehend ausschöpfend. Das ist angesichts der Arbeitsmarktlage mit weitgehend leergefegten Qualifikation in vielen Bereichen und zunehmenden Engpässen aber eine durchaus marktgerechte Entwicklung. Solche Lohnsteigerungen dürften sich jedoch erst nach einiger Zeit (circa ein Jahr) auf die Preise auswirken.

EZB steuert vorsichtig in ihrer Forward Guidance um

In diesem zwar noch nicht akut inflationären, aber doch zunehmend robusten Konjunktur- und Preisumfeld war es völlig richtig und konsequent, wenn nicht gar überfällig, dass die Europäische Zentralbank ihren immer noch sehr expansiven Kurs in ersten vorsichtigen Schritten umsteuert.

Nach der zum Jahresbeginn wirksam gewordenen Reduzierung des monatlichen Kauftempos hat die EZB nun auf ihrer jüngsten Ratssitzung am 8. März 2018 das Wording in ihrer Forward Guidance angepasst. Nun ist nicht mehr asymmetrisch davon die Rede, dass das Tempo des Ankaufprogramms nochmals ausgeweitet werden könnte. Diese Floskel war zuletzt ein regelrechter Anachronismus geworden.

Vielmehr warten die Märkte auf ein Ende der Ankaufprogramme, die angesichts der mit Überschussliquidität gefluteten Bankbilanzen keine Wirkungen mehr für die Kreditvergabe entfalten, sondern nur noch Kosten erhöhen. Die Ankäufe selbst werden in ihrer letzten Phase angesichts der zunehmenden Materialknappheiten etwa bei Bundesanleihen auch für die Notenbanken selbst immer schwieriger.

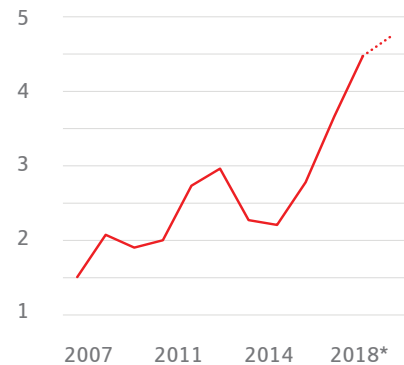
Auch deshalb sollte das Programm im September 2018 tatsächlich auslaufen. In diese Richtung scheint auch das Denken von immer mehr Mitgliedern des EZB-Rates zu gehen. Die kommenden Monate sollte die EZB nun auch in ihrer zentralen Kommunikation dafür nutzen, auf das Ende der Anleihekäufe vorzubereiten.

Die Belastungen für die Anleihemärkte dürften sich auch deshalb sehr in Grenzen halten, weil die Ersatzkäufe zur Erhaltung des Bestandes noch lange weitergehen. Nur die „Netto“-Zukäufe haben potenziell nach September 2018 ein Ende. Fällig werdende Papiere aus dem Portfolio werden zunächst weiter voll ersetzt. Die EZB und die nationalen Notenbanken bleiben deshalb auf lange Zeit ein wichtiger und stabilisierender Akteur an den Anleihemärkten.

Schrittfolge beim geldpolitischen Ausstieg

Bevor auch – wie beim amerikanischen Ausstiegsmodell bereits praktiziert – die Bestände vorsichtig abgeschmolzen werden, wäre der nächste logische Schritt zur Normalisierung der Geldpolitik eine Anpassung bei den Leitzinsen. Diese würde aber entsprechend der bisherigen Kommunikation der EZB auch erst nach einer „Schamfrist“ nach dem Auslaufen der Nettokäufe erfolgen. Mit einer Anpassung der negativen Einlagefazilität in Richtung Null ist demnach wohl erst ab 2019 zu rechnen.

**Konsolidierte Bilanzsumme
des Eurosystems, in Bio. Euro**



*bei Fortschreibung des Ankaufprogramms bis September 2018

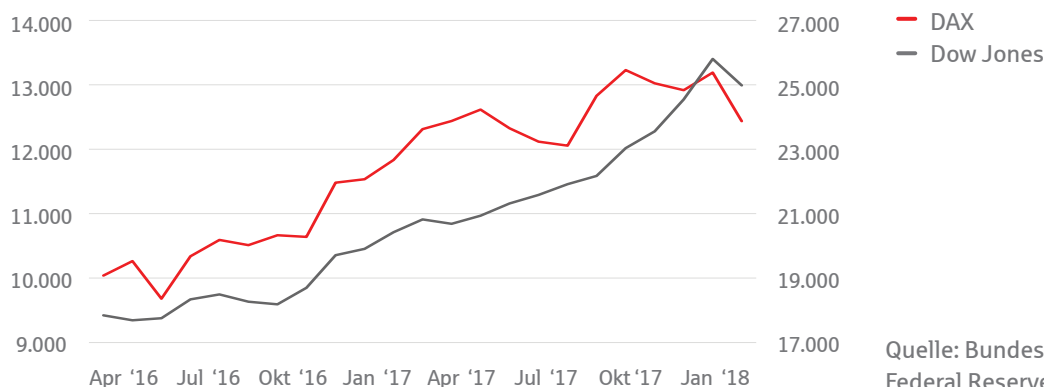
Quelle: Bundesbank

*Leitzinserhöhung erst
nach Ende der Nettokäufe*

All das dürfte zu schnelle und überschießende Entwicklungen am Rentenmarkt begrenzen. An den Aktienmärkten war die Nervosität in den letzten Wochen dagegen größer. Ein Faktor dafür war die bereits diskutierte, sich nun konkretisierende protektionistische US-Handelspolitik. Ein zweiter Faktor war daneben, dass auch den Aktienmärkten klar wird, dass die indirekte Unterstützung durch die expansive Geldpolitik sich allmählich reduzieren wird. Und dies ist gut so, damit die Geldpolitik nicht noch stärker potenziell blasenartige Entwicklungen fördert.

Aktienmärkte in Sorge über Protektionismus und Zinsen

Kursverläufe von DAX (linke Skala) und Dow Jones (rechte Skala)



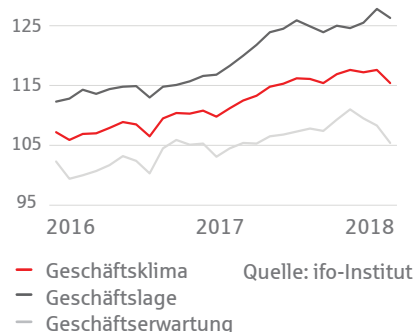
Quelle: Bundesbank, Federal Reserve St. Louis

Aktienmärkte konsolidieren ebenso wie andere Stimmungsindikatoren

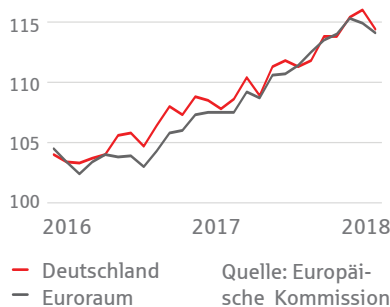
Dennoch waren die Rückschläge an den internationalen Aktienmärkten in den letzten Wochen im Umfang durchaus beachtlich. Es gab sowohl beim Dow Jones und auch im DAX binnen weniger Tage Anfang Februar eine Korrektur um mehr als zehn Prozent des Kursniveaus. Anfang März setzte zeitweise ein neuer Abwärtsschub ein. Die Entwicklung ist in mittelfristiger Perspektive aber im Zusammenhang mit den vorangegangenen starken Kursanstiegen zu sehen. In dem Sinne handelte es sich um eine Konsolidierung.

Trotz Stärke des jüngsten Rückschlags: Nur Anstiege der letzten Monate aufgezehrt

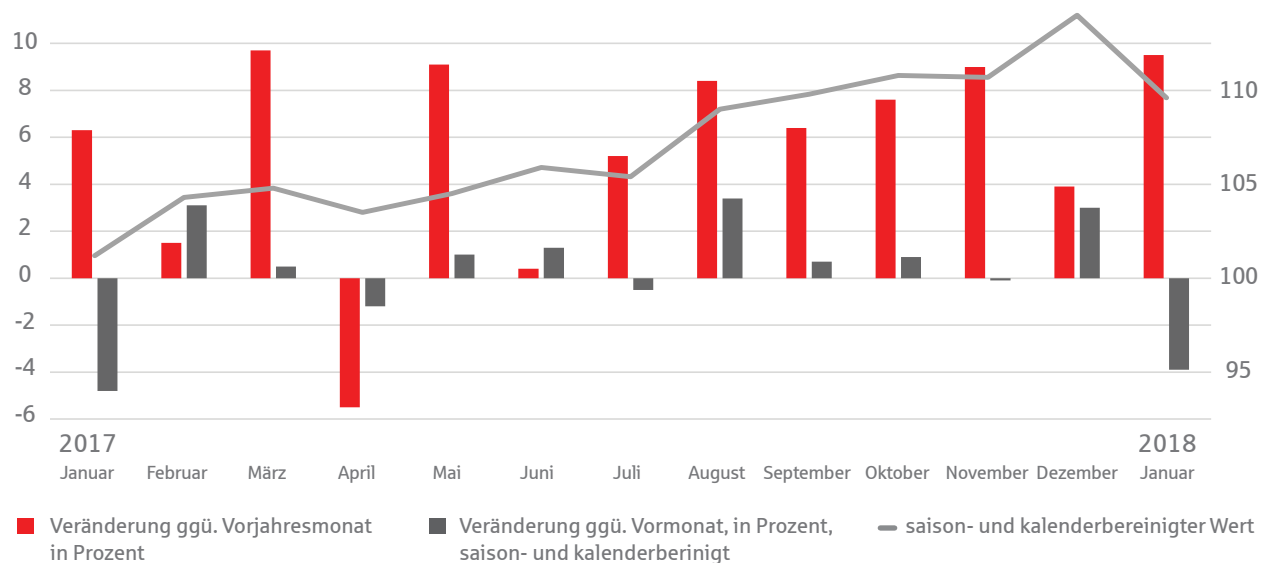
ifo-Geschäftsklimaindex



Economic Sentiment Indicator



Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe in Deutschland (2015 = 100)

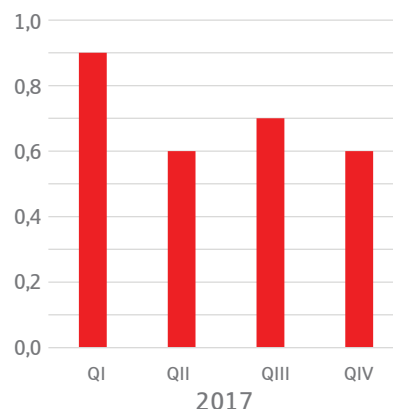


Quelle: destatis

Eine solche war in Deutschland parallel auch bei den Stimmungsindikatoren, die näher an der konjunkturellen Entwicklung liegen, zu beobachten. Egal ob man das ifo-Geschäftsklima, den ZEW-Index, die Stimmung der Einkaufsmanager oder das von der Europäischen Kommission erhobene Economic Sentiment heranzieht: All diese umfragebasierten Indizes haben sich von ihren zuvor erklommenen – teils historisch höchsten – Ständen ein Stück zurückgebildet.

Aber auch das ist kein Alarmzeichen für eine einsetzende scharfe konjunkturelle Korrektur. Vielmehr hat sich die zuvor etwas überbordend enteilt euphorische Stimmung in einer durchaus als gesund zu bezeichnenden Art und Weise an die immer noch gute Lage angepasst.

BIP Deutschland, Veränderungen gegenüber dem Vorquartal, saisonbereinigt, in Prozent



Quelle: destatis

Auftragslage sichert gutes Produktionsniveau

Die harten Konjunkturindikatoren, etwa die Auftragseingänge oder die Auftragsbestände bleiben in der deutschen und in weiten Teilen der europäischen Wirtschaft auf gutem Niveau. Die Januar-Daten brachten in Deutschland zwar einen mittelgroßen Rückschlag in den Auftragseingängen und der Dezember wurde noch nachträglich herabrevidiert. Doch ist der geringere Ausweis im Januar vor allem auf Änderungen bei Großaufträgen zurückzuführen, die die Entwicklung verzerren. Im Vorjahresvergleich zeigt sich immer noch das gute Niveau der Bestellungen. Ein unmittelbarer Rückschlag in der Realwirtschaft ist deshalb unwahrscheinlich. Die geschilderten politischen und ökonomischen Probleme um Italien, den Brexit, die USA oder Russland können der mittelfristigen Entwicklung zwar durchaus einen Strich durch die Rechnung machen.

Deutsche Realwirtschaft mit vielen robusten Puffern

Italien, Brexit, Russland und die USA als mittelfristige Unwägbarkeiten

Doch zumindest die Konjunktur-Jahrgänge 2018 – und mit Einschränkungen 2019 – dürften recht gut abgesichert sein. Das Jahr 2018 startet in Deutschland zudem auch bei der Produktion und beim Bruttoinlandsprodukt mit einem nennenswerten statistischen Überhang. Nachdem das Statistische Bundesamt nun auch die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für das Schlussquartal 2017 bekannt gegeben hat, lässt sich beim BIP der Überhang für das Jahr 2018 in Höhe von 1,0 Prozent berechnen.

*2018, auch durch Überhang,
schon recht gut abgesichert*

Die saisonbereinigte Verlaufsrate des Bruttoinlandsproduktes im vierten Quartal wurde mit 0,6 Prozent beziffert. Das liegt etwa im Rahmen dessen, was schon aus der Schnellschätzung zur Gesamtjahres-Wachstumszahl für 2017 in Höhe von 2,2 Prozent abgeleitet werden konnte.

Erfreulich für die Qualität und Breite des Wachstumsprozesses ist, dass weiterhin fast alle Verwendungskomponenten zum Wachstum beigetragen haben. Im vierten Quartal war es vor allem die Außenwirtschaft. Auf sie entfallen rechnerisch fünf Promillepunkte des Quartalswachstums. Aber das ist nicht charakteristisch für den Trend des aktuellen Zyklus. Insgesamt war das Jahr 2017 gleichermaßen von der Binnen- wie von der Außenwirtschaft gestützt.

*Viertes Quartal vor allem
vom Außenbeitrag getrieben...*

*...aber auch Binnennachfrage bleibt
mittelfristig im Aufwärtstrend*

Und Konsum und Investitionen waren auch im vierten Quartal nicht wirklich schwach. Am verhaltensten entwickelten sich noch die Bauinvestitionen. Doch das ist ihrem bereits erreichten guten Niveau geschuldet. Bei völlig ausgelasteten Produktionskapazitäten am Bau ist es schwierig, dort noch weitere Wachstumsmöglichkeiten zu verwirklichen.

Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland erreichen ein zur zyklischen Situation passendes Niveau

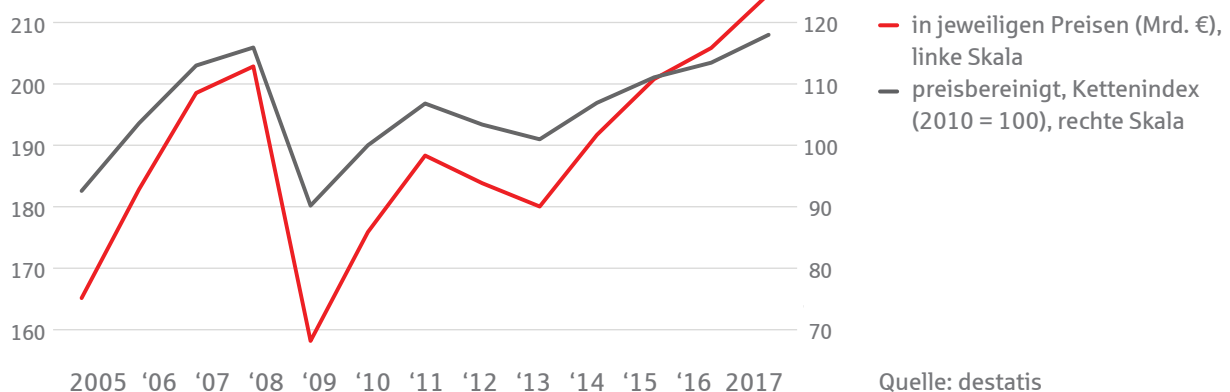
Besonders erfreulich ist, dass auch die Ausrüstungsinvestitionen Ende 2017 ihren Schwung beibehalten haben. Sie haben im vierten Quartal saisonbereinigt und real noch einmal um 0,7 Prozent zugelegt. Das ist zwar ein kleinerer Anstieg als in den vorangegangenen Quartalen. Doch ist auch hier die Addition auf das bereits erhöhte Niveau zu bedenken.

Deutlich wird dies im Vorjahresvergleich. Dort addieren sich die Quartalszuwächse. Folglich fällt die Abstandsrate im Vorjahresvergleich für das Schlussquartal am kräftigsten aus. Ende 2018 wurde real um 6,0 Prozent mehr in Ausrüstungen investiert als im Schlussquartal 2017. Im Gesamtjahresschnitt betrug der Zuwachs nach den neuesten, gegenüber der Schnellschätzung noch einmal leicht revidierten Meldung 4,0 Prozent.

Die Ausrüstungsinvestitionen im Inland, die in diesem Zyklus erst sehr spät gezündet haben, folgen am Ende also doch klassischen Erklärungsmustern. Das zwischenzeitliche Zurückbleiben war mit strukturellen Begründungen wie der Verlagerung der Investitionsgüterstruktur zu den bei den „sonstigen“ verbuchten Kategorien (Software, Lizenzen etc.) erklärt worden und mit der Tatsache, dass die deutschen Unternehmen auch verstärkt an ausländischen Produktionsstandorten investieren. All diese Muster und Beobachtungen sind zutreffend und behalten ihren Erklärungsbeitrag.

Es zeigt sich aber auch, dass bei länger stark ausgelasteten Kapazitäten und bei Engpässen bei anderen Produktionsfaktoren („Fachkräftemangel“) am Ende doch auch wieder Bedarf an traditioneller Hardware der Produktion besteht. So zinsunelastisch die Ausrüstungen in den letzten Jahren lange Zeit waren, so elastisch reagieren sie nun doch, wenn zusätzlich der mengenmäßige Bedarf angesichts der hohen Auslastungsgrade zunimmt.

Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland



Auch in der langfristigen, über den Zyklus hinausblickenden Betrachtung haben die Ausrüstungen damit zu alter Stärke zurückgefunden. Erst 2016 hatten die Ausrüstungen mit einem nominalen Volumen rund 206 Mrd. Euro den vorherigen Spitzenwert aus dem Rekordjahr 2008 wieder überschritten. Die vollständige Überwindung der Einschnitte der großen Rezession, der Subprime-Krise und der europäischen Staatsschuldenkrise hat also fast eine Dekade lang gedauert. In preisbereinigter Betrachtung war der alte Rekordwert noch nicht erreicht. Dies hat jetzt erst die endgültige Vermessung des Jahres 2017 erbracht. Die Ausrüstungen waren eine der wenigen Zeitreihen, wo das Vorkrisenniveau in Deutschland bislang noch nicht wieder eingeholt war.

Vorkrisenniveau erst nach voller Dekade wieder eingestellt

Fazit: Gereifter Aufschwung

Die Quintessenz der aktuellen Situation ist: Es gibt neue Unruhefaktoren in Form des US-Protektionismus, von Aktienmarkturbulenzen, gesetzteren Stimmungsindikatoren, sich neu formenden Befürchtungen hinsichtlich der Inflation und steigender Zinsen. Der Höhepunkt der zeitweise sehr dynamischen Wachstumsraten in Deutschland und im Euroraum mag tatsächlich bereits überschritten sein und sich rückblickend im Jahr 2017 verorten.

Doch für ein abruptes Abbrechen der Wachstumskräfte spricht wenig. Vielmehr erscheinen die Konjunktur-Jahrgänge 2018 und 2019 recht gut gesichert. Die neu geformte Bundesregierung ist allerdings gefordert, die Weichenstellungen so wachstumsfreundlich vorzunehmen, dass auch die darüber hinaus reichenden langfristigen und dann von strukturellen Faktoren bestimmten Perspektiven ähnlich gut bleiben.

*Bundesregierung muss Weichen
über die gesicherten Jahre hinaus
stellen*

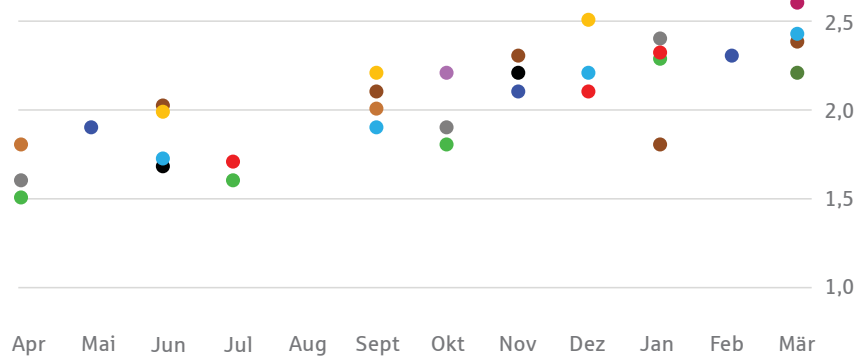
A. Wachstum der Weltwirtschaftsregionen, Veränderungen zum Vorjahr

| | 2016 | 2017 | 2018 ¹ | 2019 ¹ |
|-----------------------------|--------|--------|-------------------|-------------------|
| Welthandelsvolumen | +2,5 % | +4,7 % | +4,6 % | +4,4 % |
| Bruttoinlandsprodukt - Welt | +3,2 % | +3,7 % | +3,9 % | +3,9 % |
| USA | +1,5 % | +2,3 % | +2,7 % | +2,5 % |
| Japan | +0,9 % | +1,8 % | +1,2 % | +0,9 % |
| China | +6,7 % | +6,8 % | +6,6 % | +6,4 % |
| EU | +2,3 % | +2,0 % | +2,3 % | +2,1 % |
| Euroraum | +1,8 % | +2,4 % | +2,2 % | +2,0 % |
| Deutschland | +1,9 % | +2,5 % | +2,3 % | +2,0 % |

¹ Prognosen des Internationalen Währungsfonds vom Januar 2018, arbeitstäglich bereinigt

B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2018, in %

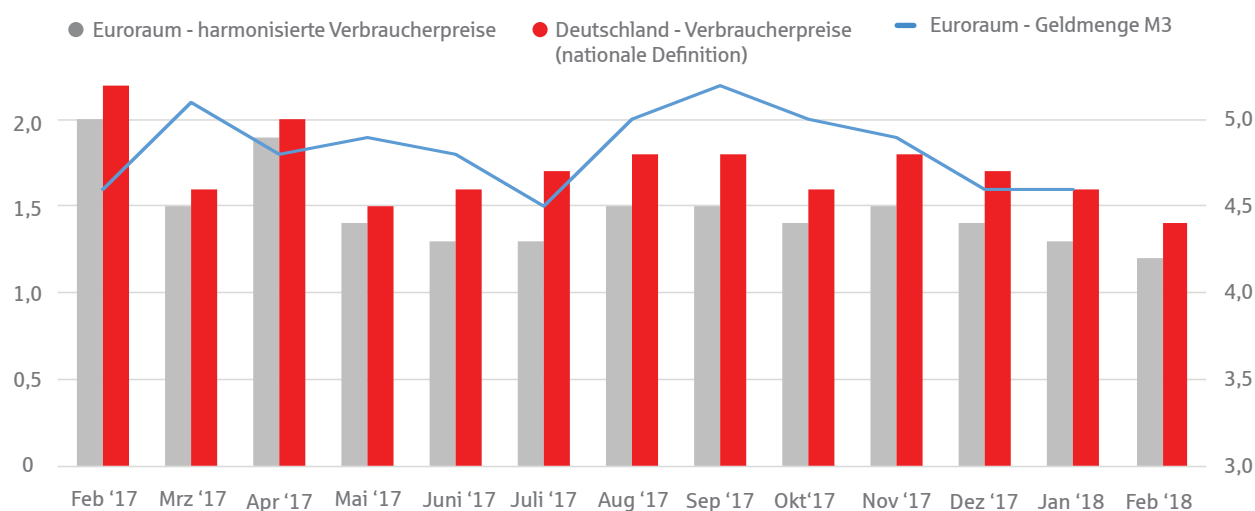
- BuBa Deutsche Bundesbank
- Bund Bundesregierung
- DIW Dt. Institut f. Wirtschaftsforschung
- DIHK Dt. Industrie- und Handelskammer
- DSGV Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe
- EU Europäische Kommission
- GD Gemeinschaftsdiagnose
- IfW Institut für Weltwirtschaft
- IWF Internationaler Währungsfonds
- IWH Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle
- OECD
- SVR Sachverständigenrat
- DEKA DekaBank



C. BIP im Euroraum und in Deutschland

| | Jahr 2017 real ggü. Vorjahr | Q I - 2017 reale Veränderung zum Vorjahresquartal | Q II - 2017 reale Veränderung zum Vorjahresquartal | Q III - 2017 reale Veränderung zum Vorjahresquartal | Q IV - 2017 reale Veränderung zum Vorjahresquartal |
|--|-----------------------------------|--|---|--|---|
| Euroraum Bruttoinlandsprodukt | + 2,3 % | + 2,1 % + 0,6 % | + 2,4 % + 0,7 % | + 2,7 % + 0,7 % | + 2,7 % + 0,6 % |
| Deutschland Bruttoinlandsprodukt | + 2,2 % | + 3,4 % + 0,9 % | + 1,0 % + 0,6 % | + 2,2 % + 0,7 % | + 2,3 % + 0,6 % |
| Privater Konsum | + 1,9 % | + 2,3 % + 0,8 % | + 2,1 % + 0,9 % | + 2,0 % - 0,2 % | + 1,2 % + 0,0 % |
| Bruttoanlageinvestitionen | + 3,3 % | + 4,6 % + 2,6 % | + 1,9 % + 1,5 % | + 3,4 % + 0,4 % | + 3,3 % + 0,0 % |
| Exporte | + 4,7 % | + 7,0 % + 1,7 % | + 1,3 % + 1,0 % | + 4,9 % + 1,8 % | + 5,6 % + 2,7 % |
| Niveau, nicht Veränderungsrate; Quartalszahlen saisonbereinigt | | | | | |
| Sparquote | 9,9 % | 9,7 % | 9,7 % | 9,9 % | 10,2 % |

D. Verbraucherpreise (linke Skala) und Geldmenge M3 (rechte Skala), jährliche Änderungsraten in %



E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland

| | Okt. '17 | Nov. '17 | Dez. '17 | Jan. '18 | Feb. '18 |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|
| Preise (nationale Definition) | | | | | |
| Verbraucherpreise | +1,6 % | +1,8 % | +1,7 % | +1,6 % | +1,4 % |
| - ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation) | +1,2 % | +1,5 % | +1,5 % | +1,5 % | +1,6 % |
| Erzeugerpreise gewerblicher Produkte | +2,7 % | +2,5 % | +2,3 % | +2,1 % | - |
| Einfuhrpreise | +2,6 % | +2,7 % | +1,1 % | +0,7 % | - |
| Stimmungsindikatoren | | | | | |
| ifo-Geschäftsklimaindex | 116,9 | 117,6 | 117,2 | 117,6 | 115,4 |
| ZEW-Konjunkturerwartungen | +17,6 | +18,7 | +17,4 | +20,4 | +17,8 |
| Auftragseingang Veränderung zum Vorjahresmonat | | | | | |
| Verarbeitendes Gewerbe | +7,6 % | +9,0 % | +3,9 % | +9,5 % | - |
| aus dem Inland | +5,3 % | +6,8 % | -4,3 % | +8,0 % | - |
| aus dem Ausland | +9,5 % | +10,8 % | +9,5 % | +10,6 % | - |
| Investitionsgüterproduzenten | +7,5 % | +9,0 % | +2,7 % | +8,9 % | - |
| Produktion arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat | | | | | |
| Produzierendes Gewerbe insgesamt | +2,3 % | +5,8 % | +6,2 % | +5,5 % | - |
| davon Bau | +3,8 % | +3,8 % | +1,8 % | +5,3 % | - |
| davon Industrie | +2,2 % | +6,6 % | +7,8 % | +6,4 % | - |
| Außenhandel Veränderung zum Vorjahresmonat | | | | | |
| Exporte | +6,9 % | +8,1 % | +3,6 % | +8,6 % | - |
| Importe | +8,4 % | +8,2 % | +4,7 % | +6,7 % | - |
| Arbeitsmarkt Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1000 | | | | | |
| Arbeitslosenquote | 5,4 % | 5,3 % | 5,3 % | 5,8 % | 5,7 % |
| Arbeitslose | - 151 | -163 | -183 | -207 | -216 |
| Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland) | + 644 | +639 | +641 | +625 | - |
| Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte | +711 | +756 | +711 | - | - |

F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

| | Nov. '17 | Dez '17 | Jan. '18 | Feb. '18 | 19.3.2018 |
|--|------------------|------------------|------------------|----------|-----------------|
| Ölpreis Brent in US \$ | 62,71 | 64,37 | 69,08 | 65,32 | 64,53 (16.3.) |
| Wechselkurse | | | | | |
| US-Dollar / EUR | 1,1738 | 1,1836 | 1,2200 | 1,2348 | 1,2309 |
| Japanische Yen / EUR | 132,39 | 133,64 | 135,25 | 133,29 | 130,65 |
| Aktienmärkte | | | | | |
| Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende | 13.023 | 12.917 | 13.189 | 12.435 | 12.217 |
| Veränderung zum Vorjahresmonat | +22,4 % | +12,5 % | +14,3 % | +5,1 % | - |
| Geld- und Kapitalmarktzinsen | | | | | |
| Tagesgeld (EONIA) | -0,35 % | -0,34 % | -0,36 % | -0,36 % | -0,37 % (15.3.) |
| 1-Monatsgeld (EURIBOR) | -0,37 % | -0,37 % | -0,37 % | -0,37 % | -0,37 % (16.3.) |
| 3-Monatsgeld (EURIBOR) | -0,33 % | -0,33 % | -0,33 % | -0,33 % | -0,33 % (16.3.) |
| Umlaufrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren | 0,31 % | 0,30 % | 0,47 % | 0,66 % | 0,59 % |
| Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft | | | | | |
| Täglich fällige Einlagen priv. Haushalte in D zum Vergleich im gesamten Euroraum | 0,03 % 0,05 % | 0,03 % 0,05 % | 0,03 % 0,04 % | - - | - - |
| Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D zum Vergleich im gesamten Euroraum | 0,17 % 0,34 % | 0,13 % 0,34 % | 0,19 % 0,37 % | - - | - - |
| Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5 J. in D zum Vergleich im gesamten Euroraum | 1,87 % 1,84 % | 1,82 % 1,79 % | 1,92 % 1,83 % | - - | - - |

Impressum

Herausgeber

Deutscher Sparkassen- und Giroverband
 Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte
 und Wirtschaftspolitik
 Charlottenstraße 47
 10117 Berlin
 Telefon: 030 20225-5300
 DSGVO-Volkswirtschaft@DSGV.de
 www.DSGV.de

Redaktionsschluss dieser Ausgabe

19. März 2018
 (Datenstand wird bis zur Veröffentlichung aktualisiert)

Gestaltung

Franz Metz, Berlin

Bildnachweis

Seite 1: Plainpicture/Westend61

ISSN

2509-3835

Verantwortlich

Pia Jankowski – DSGVO
 Leitung Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte
 und Wirtschaftspolitik
 Pia.Jankowski@dsgv.de

Dr. Reinhold Rickes – DSGVO

Leiter der Gruppe Volkswirtschaft
 Reinhold.Rickes@dsgv.de

Autor

Dr. Holger Schulz
 Holger.Schulz@dsgv.de

Hinweis

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter
<http://www.dsgv.de/de/fakten-und-positionen/wirtschaftslage/index.html>