

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

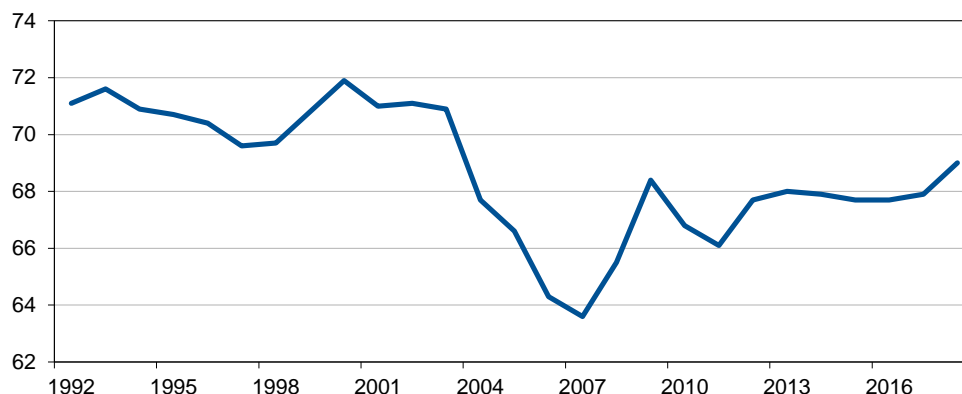
Herausforderndes Umfeld für Gewinnwachstum

Die Konjunktur trübt sich ein, und Aktien- sowie Zinsmärkte haben dementsprechend korrigiert. Vor allem die Renditemärkte erwarten angesichts des aktuellen Renditeniveaus ein eher herausforderndes wirtschaftliches Umfeld – selbst mittelfristig. Diese Sorge wird durch die Unsicherheit über die US-Handelspolitik und die Auswirkungen des Brexit weiter geschürt. Zudem belasten Zweifel an der Nachhaltigkeit des chinesischen Wachstumspfades die Stimmung. Ein Drittel des Weltwirtschaftswachstums wird in China generiert.

Auch wenn der Konsum als stabile Säule des deutschen Wachstums dargestellt wird, bleibt es die globale Konjunktur, die die deutsche BIP-Dynamik (s. [IKB-Kapitalmarkt-News 17. Januar 2019](#)) treibt. Mit erhöhten Risiken über den inländischen und globalen konjunkturellen Ausblick nehmen die Sorgen über das Gewinnpotenzial deutscher Unternehmen zu. Doch nicht nur das reale Wirtschaftswachstum, sondern auch die Lohnentwicklung in Deutschland sollte hierbei im Fokus stehen.

Der Arbeitnehmeranteil am Volkseinkommen (Lohnquote) hat sich 2018 um 1,1 Prozentpunkte auf 69 % erhöht und hat damit den höchsten Wert seit 2003 erreicht. Der aktuelle Wert liegt nur noch rund 2 Prozentpunkte unter dem Niveau vor der Einführung der Arbeitsmarktreformen im Jahr 2002 (Hartz I-IV – die Lohnquote lag 2002 bei 71,1 %). Die Folgen der Reformen (moderate Lohnzuwächse) und die starke konjunkturelle Erholung von 2005 bis 2008 haben zu einer deutlichen Senkung der Lohnquote um 7 Prozentpunkte geführt. Seitdem steigt die Lohnquote in der Tendenz wieder.

Abb. 1: Lohnquote; Arbeitnehmerentgelte in % des Volkseinkommens



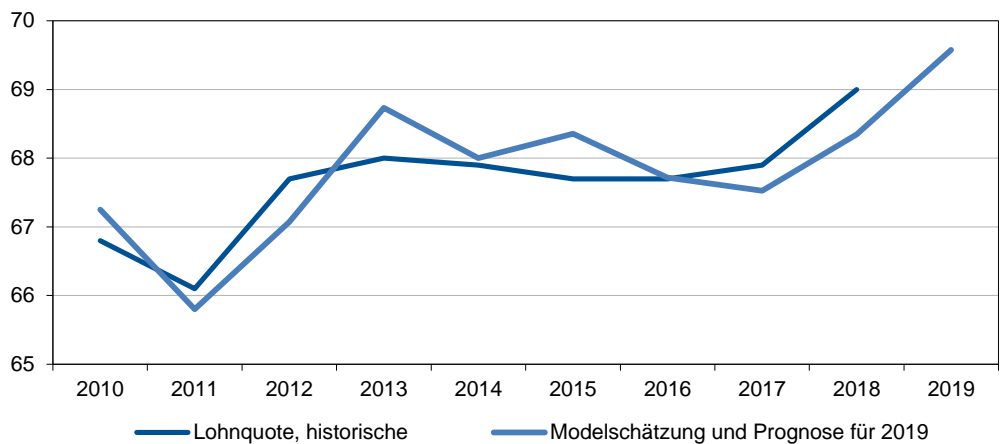
Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB

Lohnquote versus Wirtschaftswachstum – wer treibt wen?

Wie verläuft die Beziehung zwischen der Lohnquote und dem BIP-Wachstum? Ist ein Anstieg der Lohnquote positiv in dem Sinne, dass der private Konsum ausgeweitet wird und sich damit das BIP erhöht? Oder wirkt er negativ, da Unternehmergewinne belastet werden und deshalb weniger investiert wird? In einem klassischen Konjunkturzyklus führt eine Erholung zu einem Investitionsboom, in dessen Folge Löhne stark steigen. Dabei legt die Lohnquote vor allem während der reifen Phase eines konjunkturellen Booms deutlich zu. In Folge von Übertreibungen oder Überhitzungen wird die Wirtschaft mit einem spürbaren Rückgang der Investitionen korrigieren. Dies dürfte in Abhängigkeit des Ausmaßes des vorherigen Investitionsbooms zu einer Rezession bzw. BIP-Schrumpfung führen, was einem klassischen Konjunkturzyklus gleicht. In der Abschwungphase kann die Lohnquote sogar noch weiter zulegen, da der Arbeitsmarkt relativ rigide und erst langsam mit einer steigenden Arbeitslosenquote oder moderaten Lohnzuwächsen reagiert und zu Produktivitätssteigerungen führt. Dies hat zur Folge, dass in einer Abkühlungsphase nicht nur die Umsätze der Unternehmen aufgrund der schwächeren Gesamtwirtschaft leiden. Die Kombination von relativ hohen Lohnkosten und sinkender Nachfrage dürften die Gewinnmargen der Unternehmen zudem unter Druck setzen. Insgesamt deutet dies auf einen deutlichen Gewinneinbruch hin. Lässt sich dies empirisch bestätigen?

Die empirische Analysen sind eindeutig: Die Beziehung zwischen Lohnquote und BIP-Wachstum ist negativ. Steigt das BIP-Wachstum, sinkt die Lohnquote. Schwächt sich das Wachstum ab, nimmt die Lohnquote zu. Beschleunigt sich die Wirtschaftsdynamik, erlaubt dies erhöhte Produktivitätssteigerungen und damit einen deutlicheren Anstieg des nominalen BIP relativ zum Arbeitnehmereinkommen. Außerdem scheint diese Beziehung seit der Finanzkrise deutlich signifikanter und ausgeprägter zu sein als in der Phase 1992 bis 2007. Auch ist die Kausalität eindeutig: Es ist nicht die steigende Lohnquote, die zu einem schwächeren Wirtschaftswachstum führt, sondern ein schwächerer Wachstumsverlauf lässt die Lohnquote steigen – wie angesichts des Konjunkturzykluses und eines trägen Arbeitsmarkts zu erwarten ist. Damit ist 2019 in Folge der Wachstumseintrübung mit einer weiteren Ausweitung der Lohnquote auszugehen. Schätzungen deuten darauf hin, dass die Lohnquote aufgrund eines BIP-Wachstumsrückgangs auf 1,3 % in 2019 mit über einem halben Prozentpunkt ansteigen könnte – von rund 69 % auf über 69,5 %. Für den Gewinnausblick der Unternehmen bedeutet dies, dass sich der negative Einfluss der erwarteten Konjunkturerintrübung durch eine steigende Lohnquote verstärken sollte. Demnach dürfte sich 2019 nicht nur das Umsatzwachstum der Unternehmen schwach ausfallen, der Margendruck dürfte sich zudem erhöhen. Nur der Einfluss von erneut sinkenden Rohstoffpreisen könnte hier teilweise entlasten. Doch wie bedeutend sind die Lohnquote und das deutsche BIP-Wachstum für den Gewinnausblick der DAX-Unternehmen tatsächlich?

Abb. 2: Lohnquote* und Modellschätzung



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB * Arbeitnehmerentgelt in % zum Volkseinkommen

Gewinnausblick für DAX-Unternehmen – realistisch oder überzogen?

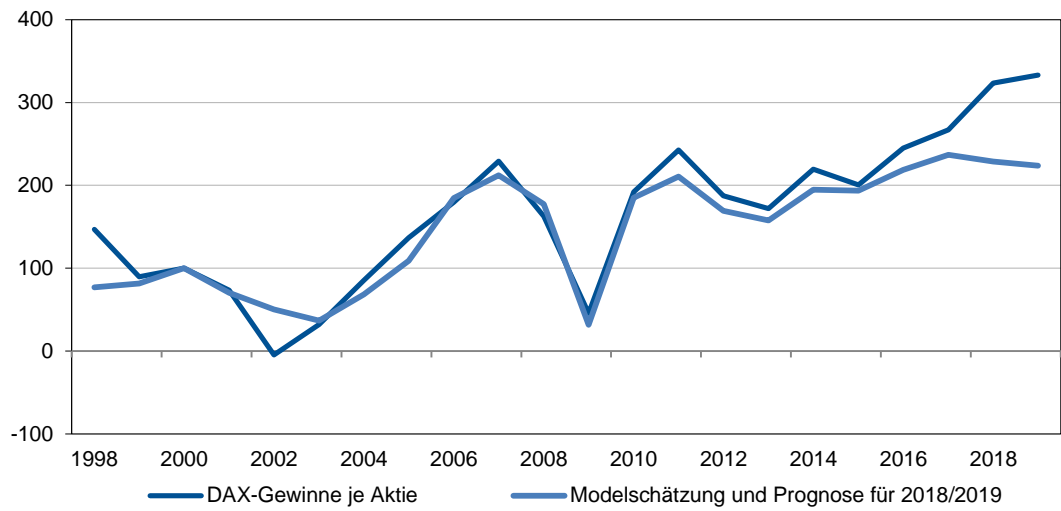
Die DAX-Unternehmen sind auf der Angebots- und Nachfrageseite global aufgestellt. Sie produzieren in globalen Märkten und für globale Märkte. Aus dieser Sicht sollte der Einfluss der deutschen Lohndynamik überschaubar sein. Allerdings zeigt sich, dass sich das deutsche BIP-Wachstum eng im globalen Wachstum spiegelt (s. [IKB-Kapitalmarkt-News 17. Januar 2019](#)). Empirisch lassen sich die Gewinne des DAX (Gewinne je Aktie wie von Bloomberg quotiert) durch das nominale BIP, das reale BIP-Wachstum sowie die Lohnquote zufriedenstellend erklären. Wie erwartet: Die Gewinne je Aktie legen mit einem Anstieg des nominalen BIP und insbesondere mit einer Beschleunigung des realen BIP-Wachstums zu, und sie kommen mit einer höheren Lohnquote unter Druck. Empirische Schätzungen deuten zudem darauf hin, dass die aktuellen Gewinnerwartungen für 2018 (Unternehmensjahresabschlüsse für 2018 liegen noch nicht vor) auf Grundlage der Makrodaten deutlich zu positiv ausfallen.

Gewinne der DAX-Unternehmen sollten 2019 durch alle Top-Down-Treiber unter Druck geraten: Das reale BIP-Wachstum fällt mit 1,3 % niedriger aus als in 2018 (1,5 %). Auch das nominale BIP, das in 2018 um 3,4 % anstieg, sollte in 2019 geringer zulegen. Allerdings ist der erwartete Inflationsrückgang (von 1,9 % auf 1,5%) auch auf sinkende Öl- und Rohstoffpreise zurückzuführen, sodass der Preisanstieg der produzierten Güter höher ausfallen sollte als die erwartete HVPI-Inflationsrate. Im Folgenden wird von einem nominalen BIP-Wachstum von 3 % und damit von einem Preisanstieg im BIP von 1,7 % (2018 lag bei 1,9%) ausgegangen. Die Lohnquote erhöht sich 2019 gemäß der BIP-Wachstumserwartung auf 69,5 %. Allerdings dürfte es die Lohnquote des Vorjahres sein, die von primärer Bedeutung für das Gewinnwachstum ist: So setzt vor allem die im Verlauf von 2018 steigende Lohnquote das Gewinnpotenzial von 2019 unter Druck.

Auf Basis dieser Annahmen ist 2019 mit einem Rückgang der DAX-Gewinne um rund 2,5 % zu rechnen. Anders ausgedrückt: Das erwartete makroökonomische Umfeld für 2019 deutet auf einen leichten Rückgang der Gewinne der DAX-Unternehmen hin. Simulationen zeigen, wenn die Lohnquote auf dem Niveau von 2017 (67,9 %) verblieben und nicht 2018/19 weiter gestiegen wäre bzw. ansteigen wird, dass dann angesichts der Makro-Daten ein leichtes Gewinnwachstum möglich wäre (+3 % für 2019). Boton-Up-Analysten erwarten ein Wachstum der Unternehmensgewinne um rund 3 %, was – auch wenn es

höher ausfallen sollte – nicht komplett inkonsistent mit dem erwarteten Makroumfeld zu sein scheint. Das Prognoserisiko für 2019 bleibt dennoch nach unten gerichtet – auch weil das erwartete Gewinnwachstum für 2018 deutlich über dem von der Konjunktur abgeleiteten Niveau liegt, denn die makroökonomischen Daten hätten bereits für 2018 einen Gewinnrückgang angedeutet.

Abb. 3: Gewinne je Aktie und Modellschätzung; 2000 = 100



Quellen: Bloomberg; IKB

Fazit: Die deutsche Lohnquote steigt bereits seit mehreren Jahren wieder und dokumentiert die Verwässerung der Arbeitsmarktreformen (Hartz I-IV), die zu einer deutlichen Senkung der Quote geführt hatten. Dabei belastet ein Anstieg der Lohnquote weniger die Konjunktur. Es ist eher eine sich abkühlende Konjunktur, die die Lohnquote steigen lässt, da der Arbeitsmarkt träge reagiert und trotz des herausfordernden Konjunkturrahmens hohe Lohnforderungen umgesetzt werden können.

Ein schwaches Wirtschaftswachstum und eine zunehmende Lohnquote belasten den Gewinnausblick deutscher Unternehmen. Dies gilt vor allem für dieses Jahr, weil das reale Wachstum nachlässt, die Inflationsrate sinken sollte und die Lohnquote bereits 2018 kräftig nach oben korrigierte. Damit liegt für 2018 und 2019 die Top-Down-Schätzung der IKB für das Gewinnwachstum der DAX-Unternehmen unter dem der aktuellen Analysten-Erwartungen. Damit droht ein zusätzliches negatives Überraschungspotenzial, vor allem wenn sich die Konjunkturerwartungen weiter eintrüben.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

30. Januar 2019
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz