

Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

Volkswirtschaft und Research IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Klaus Bauknecht
Chefvolkswirt
+49 211 8221 4118
Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Dr. Carolin Vogt
+49 211 8221 4492
Carolin.Vogt@ikb.de

Ralf Heidrich
Ralf.Heidrich@ikb.de

Eugenia Wiebe
Eugenia.Wiebe@ikb.de

Deutsche Konjunktur: Fakten versus Gefühl, Stimmungseintrübung belastet Ausblick 2019 **2**

Deutsche Wirtschaft ist im Sommer geschrumpft • Temporäre Probleme der Kfz-Industrie belasteten • Positive Gegenbewegung wird zum Jahresende erwartet • Stimmung hat sich verschlechtert

Kapitalmärkte: Steigende Konjunkturrisiken sind schon länger ein Thema, und auch Devisenkursvolatilitäten könnten deutlich zunehmen **4**

Risikoprämien weiten sich aus • Konjunkturrisiken steigen • Schwächere Euro-Konjunktur könnte erneut Zweifel an den Euro-Zusammenhalt schüren • Umfeld dürfte für Volatilität an Devisenmärkten sorgen • Inflationsraten könnten abwärts gerichtet überraschen

Deutschland – Investitionsdynamik: Krisenerfahrung sitzt tief **6**

Krisenerfahrung bleibt entscheidender Faktor für Investitionsentscheidung • Unternehmen reagieren mehr als dass sie agieren • Investitionstätigkeit bleibt nach wie vor verhalten • Ausgeprägte Schwankungen und Korrekturen sind damit ebenfalls nicht zu erwarten

US-Konjunktur: Wie geht's eigentlich dem US-Konsumenten? **9**

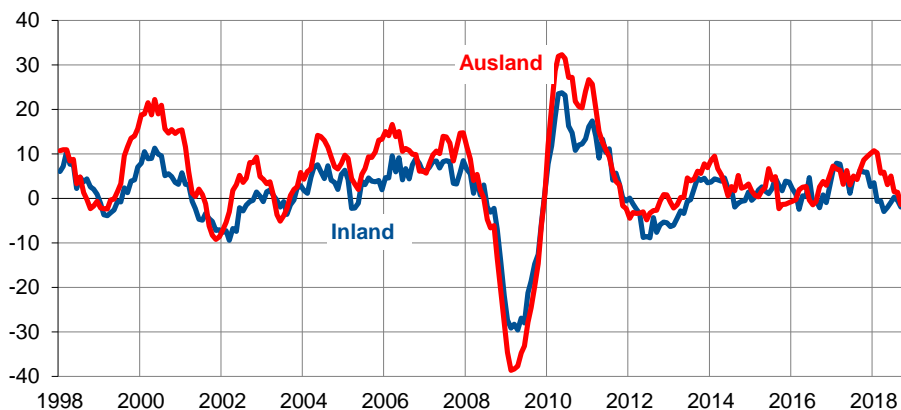
US-Arbeitsmarktdaten können überzeugen • Erholung kommt zunehmend bei der Masse an • Steuerreform sollte nicht überbewertet werden • Stabiler Lohnanteil am verfügbaren Einkommen stützt Konsum • Konsum bleibt wichtige Stütze der US-Konjunktur

Frankreich: In den Fußstapfen Italiens? **13**

Zinsentwicklung bleibt entscheidend für Schuldenstabilisierung • Reformen fehlt es an gesellschaftlicher Unterstützung • Französische Haushaltskonsolidierung ist bemüht, belastet aber eher Wachstumsausblick

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat



IKB-Prognose 2019

Reale Veränderung in %,
saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

Deutschland	1,4
Euro-Zone	1,7
UK	1,3
USA	2,6
Japan	1,1
China	6,3

Quelle: Statistisches Bundesamt (IKB-Berechnung: reale gleitende 3-Monats-Zuwachsraten in %)

Deutsche Konjunktur: Fakten versus Gefühl, ...

Die Fakten: Deutsche Wirtschaft ist im dritten Quartal geschrumpft

Das deutsche BIP ist im dritten Quartal preis-, saison- und kalenderbereinigt um 0,2 % geschrumpft. Ein Rückgang war aufgrund der Produktionsprobleme in der Automobilindustrie und den bereits bekannten BIP-Wachstumswerten für die Euro-Zone (+0,2 % im dritten Quartal) allgemein erwartet worden. Die Wachstumsraten für das erste (0,5 %) und das zweite Quartal (0,4 %) 2018 blieben unverändert. Da der Produktionsrückgang des dritten Quartals zum Teil im vierten Quartal wieder wettgemacht werden sollte, ist für das letzte Quartal 2018 wieder mit einem Wachstum zu rechnen. Für das gesamte Jahr 2018 ist allerdings nun nur noch von einem BIP-Wachstum von rund 1,5 % auszugehen.

Die Einschätzung: Temporäre Probleme der Kfz-Industrie belasteten, Gegenbewegung wird erwartet

Auf der Nachfrageseite waren es rückläufige Exporte sowie zunehmende Importe, die zu einem negativen Wachstumsbeitrag im Außenhandel geführt haben und maßgeblich für den BIP-Rückgang im dritten Quartal verantwortlich waren. Auch hier schlägt sich der Produktionsrückgang infolge der WLTP*-Abgasumstellung in der Automobilindustrie nieder, da diese Umstellung in der ganzen EU stattgefunden hat. Außerdem ist auch der Autoverkauf in China zurückgegangen, da der chinesische Staat die Finanzierungsangebote für Autos infolge steigender Ausfälle deutlich eingeschränkt hat. Diese Entwicklung dürfte auch in den kommenden Monaten auf die Automobilnachfrage in China dämpfend wirken. Allerdings bedienen deutsche Exporte vor allem das Premiumsegment in China, das weniger von Finanzierungsengpässen betroffen ist.

Die BIP-Entwicklung im dritten Quartal hat zwar das Wachstum in diesem Jahr nach unten gezogen. An der Einschätzung der Wachstumsdynamik hat sich aber nichts Fundamentales geändert, da der Rückgang im dritten Quartal durch Sondereffekte zustande kam. Allerdings hat das Verarbeitende Gewerbe im Verlauf von 2018 keine bedeutenden Impulse erfahren. Doch nach dem deutlichen Produktionsanstieg im letzten Jahr ist dies, auch aufgrund des anhaltend hohen Niveaus der Auftragseingänge, nicht unbedingt als Indiz einer schwächelnden Wirtschaft zu sehen. Gleichwohl ist das aktuelle Jahr im Vergleich zu 2017 eine Enttäuschung. Denn die Wachstumsprognosen vom Jahresbeginn haben sich nicht bewahrheitet und Prognoseanpassungen kannten im Jahresverlauf nur eine Richtung, nach unten. Dies gilt für das Verarbeitende Gewerbe ebenso wie für das gesamtwirtschaftliche Wachstum und war bereits vor dem BIP-Rückgang im dritten Quartal von 2018 ersichtlich.

Der Ausblick: Es trübt sich ein

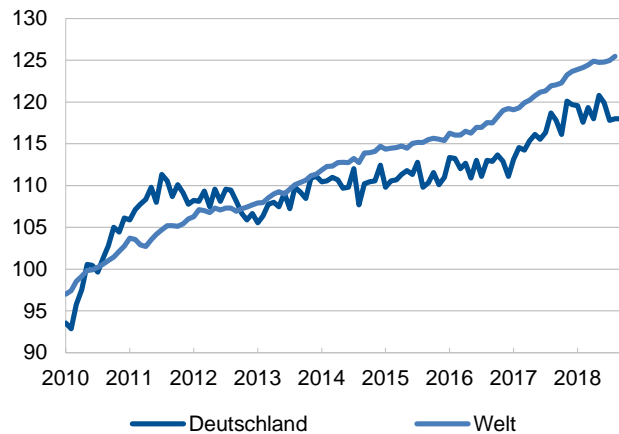
Volkswirtschaftliche Prognosen gleichen aktuell Wettervorhersagen, die zwischen eigentlichen und gefühlten Temperaturen unterscheiden.

* WLTP – neues weltweites Zulassungstestverfahren für Pkw

... Stimmungseintrübung belastet Ausblick 2019

Produktion des Verarbeitenden Gewerbes, 2010 = 100

saison- und kalenderbereinigt

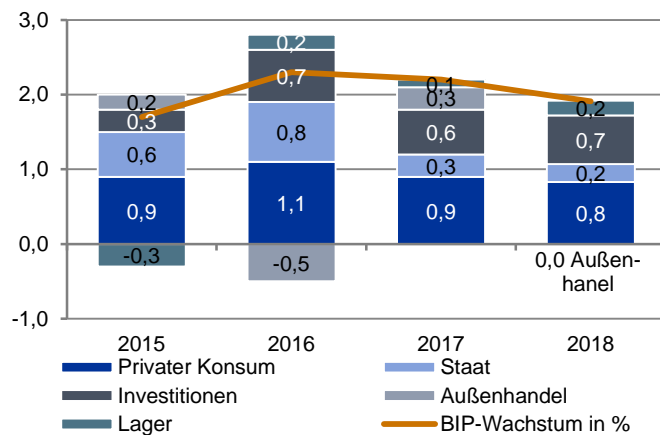


Quellen: Statistisches Bundesamt; CPB



Gemessen am Produktionsniveau des Verarbeitenden Gewerbes und dem Wachstum wichtiger globaler Absatzmärkte sind die aktuelle Lage und der Ausblick für 2019 durchaus positiv zu sehen. Gefühlt ist die Lage nach dem Boom im letzten Jahr sowie angesichts der zahlreichen Risiken wie Brexit, Handelskonflikte und Volatilität der Schwellenländer um einiges negativer. Das rückläufige BIP im dritten Quartal hat das Gefühl einer Eintrübung weiter bekräftigt – zumindest in Deutschland. Dabei sind die fundamentalen Wachstumstreiber weiter in Takt, allen voran der private Konsum. Gleiches gilt für den Export, denn der Wachstumsausblick wichtiger Exportmärkte wie die USA oder China ist stabil und aufgrund aktueller Zahlen durchaus positiv.

Deutschland: BIP-Wachstumsbeiträge in %-Punkten



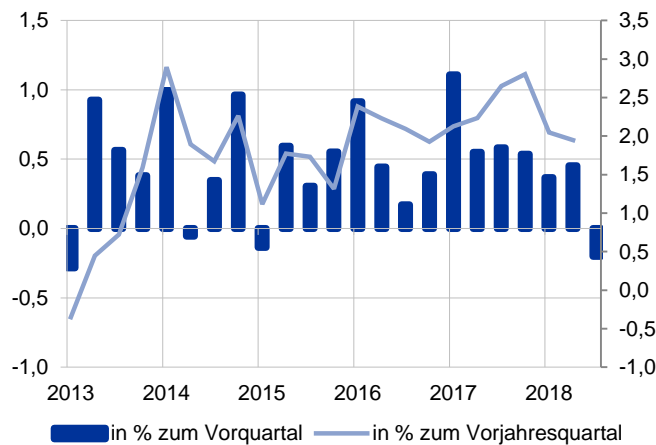
Quelle: Statistisches Bundesamt



Auch in der Euro-Zone – die wichtigste Absatzregion für die deutsche Wirtschaft – ist trotz bestehender Risiken (Brexit-Folgen, Italiens Haushaltsstreit mit der EU) die Konjunktur weiterhin in Takt. Das nur moderate BIP-Wachstum von 0,2 % im dritten Quartal ist vor allem auf die Schrumpfung in Deutschland und der Stagnation in Italien zurückzuführen. Denn ohne die Berücksichtigung der deutschen BIP-Daten hat die Euro-Zone ihre Dynamik im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal sogar beschleunigt. Das BIP-Wachstum der Euro-Zone ohne Deutschland liegt bei relativ guten 0,4 % statt der tatsächlich realisierten 0,2 %.

Deutschland: vierteljährliches, reales BIP-Wachstum

Saison- und kalenderbereinigt



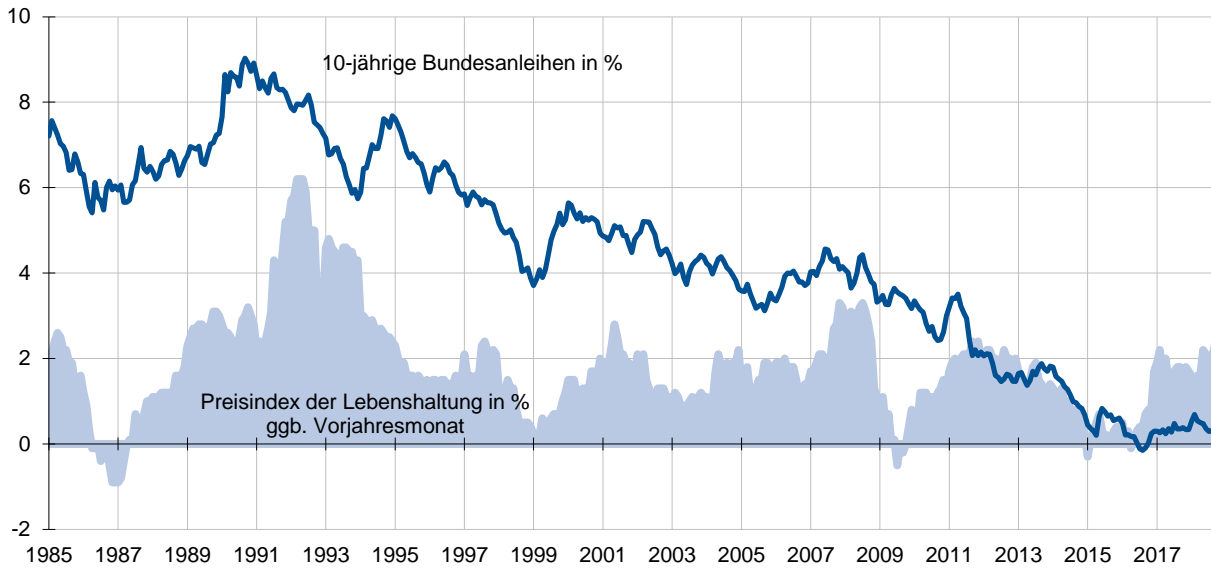
Quelle: Statistisches Bundesamt



Nach dem Rückschlag im Sommer sollte die deutsche Wirtschaft im Jahresschlussquartal 2018 wieder kräftiger expandieren. So ist mit einer Normalisierung der Produktion und der Ausfuhren von Kraftfahrzeugen bis zum Jahresende zu rechnen. Dennoch hat sich die Stimmung der deutschen Unternehmen verschlechtert. Im November gab es die dritte Eintrübung des ifo Geschäftsklimas in Folge. Zwar mag die aktuelle Lage durchaus besser sein als die gefühlte; dennoch deuten die Frühindikatoren auf eine Verlangsamung der deutschen Konjunktdynamik hin, auch wenn die negative Stimmung übertrieben sein könnte. Um den Unsicherheiten gerecht zu werden und somit eine Prognose mit ausgeglichenem Risiko abzugeben, korrigiert die IKB ihre BIP-Prognose für das laufende Jahr auf 1,5 % und für 2019 % auf 1,4 %.

Dr. Carolin Vogt, Carolin.Vogt@ikb.de

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Steigende Konjunkturrisiken sind schon länger ein Thema, ...

ITRAXX Europe 5 Jahre Spreads; in bp



Quelle: Bloomberg

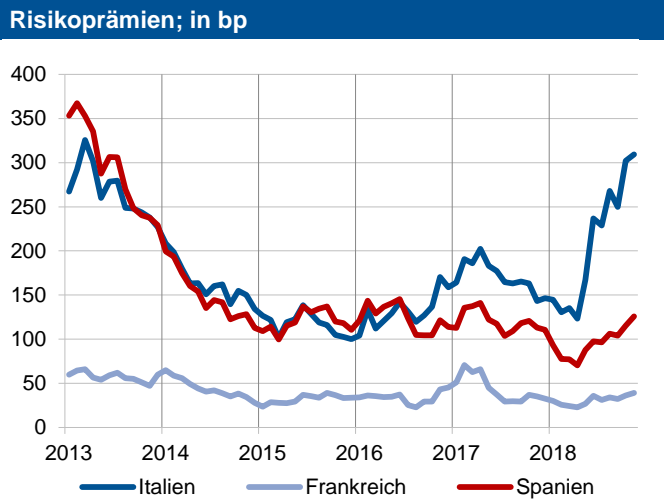


Bereits seit Anfang 2018 weiten sich die europäischen Risikoprämien aus und haben sich von ihren extrem niedrigen Niveaus Ende 2017 verabschiedet. So deuteten die Märkte bereits seit Anfang 2018 auf eine Wende bei der Risikoeinschätzung hin und signalisierten damit die Einschätzung, dass die gute Euro-Konjunktur des Jahres 2017 nicht haltbar ist. Diese Erkenntnis scheint allerdings nur zögerlich bei den Wachstumsprognosen angekommen zu sein. So wurden zwar Prognoserevisionen für 2018 vorgenommen, doch bedeutende Korrekturen für 2019 blieben bis dato eher aus. Es wird zwar anhaltend die hohe Zahl von Risiken hervorgehoben, doch die Konsequenz daraus ist kaum in den Prognosen für 2019 zu erkennen.

Dies mag sicherlich daran liegen, dass, auch wenn sich die Stimmungsindikatoren eintrüben und sich die Prämien der Kreditmärkte ausweiten, die aktuellen Niveaus aber noch keine bedeutende Abkühlung implizieren. Grundsätzlich sind die Risiken zwar bekannt, das mögliche Ausmaß ihrer Folgen bleibt aber ungewiss. Außerdem mag sich im aktuellen Umfeld die Aussagekraft von Stimmungsindikatoren durch eine erhöhte Sensibilisierung auf Risiken reduziert haben. Zudem ergibt sich aufgrund der unsicheren Ausgestaltung der Risiken selbst kurzfristig ein immenses Korrekturpotenzial bei den Stimmungsindikatoren.

Ein ungeordneter EU-Austritt Großbritanniens bleibt kurz- und mittelfristig ein nennenswertes Risiko, denn die Brexit-Ausgestaltung bleibt trotz der EU-Einigung unsicher – das britische Parlament muss noch zustimmen. Andere Risiken sind weniger offensichtlich. Hierzu gehört die Möglichkeit, dass eine sich abkühlende US-Wirtschaft Trump zu weiteren drastischen Maßnahmen bewegen könnte. Hierzu zählt sicherlich auch die Möglichkeit, dass ein deutlich schwächerer US-Dollar-Devisenkurs als Mittel sowohl für die Verringerung des US-Leistungsbilanzdefizites als auch gegen eine sich abkühlende US-Wirtschaft verwendet wird (siehe IKB-Kapitalmarkt-News „*Welche Rolle spielt die US-Geldpolitik?*“). Kurzfristig mag jedoch das Risiko einer deutlichen Euro-Abwertung mehr im Fokus stehen.

... und auch die Devisenkursvolatilität könnte deutlich zunehmen



Quellen: Bloomberg; IKB-Berechnung
(Aufschlag zu 10-jährigen Bunds)



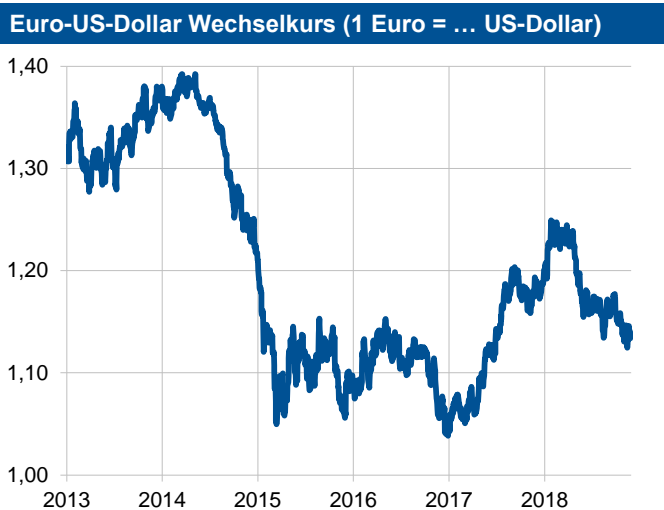
Eine konjunkturelle Abschwächung der Euro-Zone würde viele ihrer ungelösten Themen wie ein niedriges Potenzialwachstum und eine primär durch die Notenbank sichergestellte Schuldentragfähigkeit wieder verstärkt in den Fokus der Märkte stellen. Auf der anderen Seite sollte das Risiko steigender Zinsen nicht überbetont werden. Denn Zinsen in der Euro-Zone werden sich nicht erhöhen, wenn an der Nachhaltigkeit der Konjunkturerholung gezweifelt wird.

Die Entwicklung in Italien zeigt, dass es nicht unbedingt eine straffere Geldpolitik ist, die ein systematisches Risiko für die Schuldendynamik in der Euro-Zone darstellt. Denn eine Eskalation mit Brüssel, eine Volkswirtschaft, deren Wachstum zum Erliegen gekommen ist, und ein hoher Refinanzierungsbedarf 2019 sprechen für sich weiter ausweitende Risikoprämien und eine immer fragwürdigere Schuldentragfähigkeit des italienischen Staates. Doch das Risiko mag weniger der Austritt Italiens aus der Euro-Zone sein. Es ist vielmehr die Möglichkeit, dass trotz Verträgen eine andere Sichtweise über angebrachte Fiskal- wie Geldpolitik besteht, die zu einem erhöhten Konfliktpotenzial zwischen den Mitgliedsländer der Euro-Zone führen wird. Dies wiederum schürt Zweifel an der Nachhaltigkeit der Euro-Zone und führt dementsprechend zu einer Euro-Schwäche.

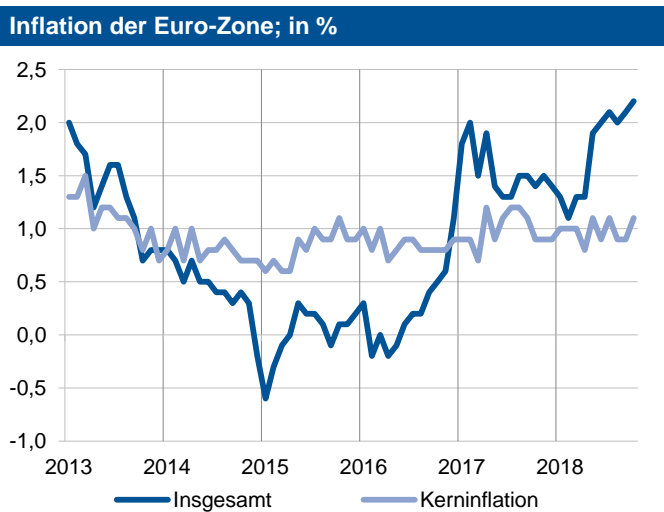
Insgesamt ist mit einer stärkeren Devisenkursvolatilität im Jahr 2019 zu rechnen. Dies gilt für den Euro-Dollar-Kurs, der deutlich abwerten, aber auch perspektivisch aufgrund einer US-Dollar-Schwäche aufwerten könnte. Dies gilt sicherlich auch für das britische Pfund. Außerdem sorgt eine erhöhte Risikoaversion der Finanzmärkte für steigende Volatilitäten von Schwellenländerdevisenkursen.

In den letzten zwei Jahren wurde verstärkt das Risiko steigender Inflationsraten betont. Höhere Rohstoffpreise, aber insbesondere sinkende Arbeitslosenquoten und ein guter Konjunkturverlauf waren hierfür verantwortlich. Auch ein schwächerer Euro-Kurs würde inflationstreibend wirken. 2019 könnte die Inflationsrate allerdings abwärts gerichtet überraschen. Denn zum einen wird sich der nachlassende Ölpreis negativ auswirken. Zum anderen könnten die Konjunkturrisiken den Inflationsdruck dämpfen. Auch die Geldmengenausweitung lässt nach wie vor kaum Raum für einen Anstieg der Inflationsrate zu.

Dr. Klaus Bauknecht, Klausdieter.Bauknecht@ikb.de



Quelle: Bloomberg



Quelle: Eurostat



Deutschland – Investitionsdynamik: Krisenerfahrung sitzt tief

Die Lage ist oftmals besser als die Stimmung, ...

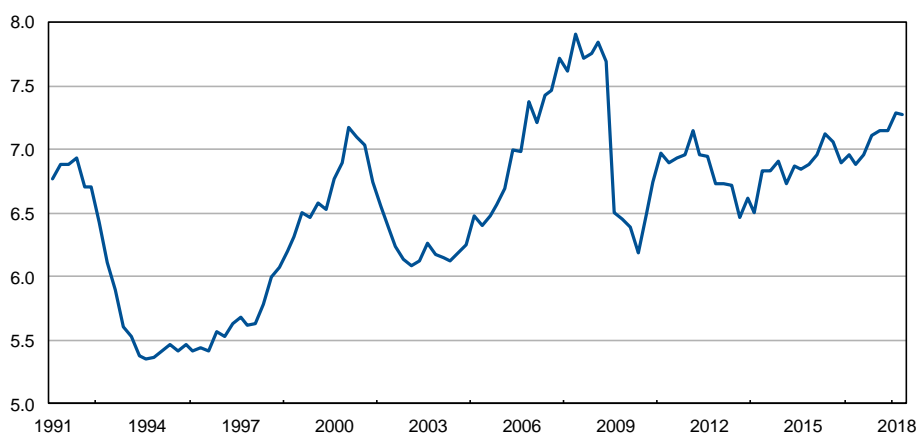
Die Auftragslage ist gut, doch keiner weiß wie lange noch. Dies sind Aussagen, die man des Öfteren in Gesprächen mit mittelständischen Unternehmen hört. Nach Jahren guter Konjunktur und bei einem Welt-BIP, das rund 30 % über dem Vorkrisenniveau von 2008 liegt, bleiben trotzdem große Zweifel an der Nachhaltigkeit bzw. Stabilität der zukünftigen Entwicklung. Und jüngste Prognoserevisionen z. B. der führenden Forschungsinstitute schüren diese Sorgen weiter. Dabei liegt die allgemeine BIP-Wachstumserwartung für Deutschland auch nach den Revisionen immer noch bei knapp 2 % für 2019 und damit deutlich über dem Potenzialwachstum. Eigentlich besteht also kein Grund zur übermäßigen Sorge. Dennoch scheint schon eine weniger positive Überschrift zu reichen, um Sorgen zu schüren und die Sinnhaftigkeit von defensivem bzw. reaktivem Verhalten zu bestätigen.

Die Erfahrungen aus der Finanzkrise scheinen immer noch tief zu sitzen. Investoren sind eher bereit, Opportunitäten nicht zu nutzen, als zu investieren und im Falle einer konjunkturellen Eintrübung oder Krise auf dem falschen Fuß erwischt zu werden – eine oft getätigte Aussage, vor allem von global agierenden Mittelständlern. Zwar gab es schon immer Volatilitäten, die die Auslastung von Kapazitäten und damit Investitionen beeinflusst haben. Das fundamentale Vertrauen, dass die Wirtschaft nachhaltig wächst und sich Investitionen langfristig lohnen, scheint durch die Erfahrungen der Finanz- und Euro-Krise jedoch dermaßen erschüttert worden zu sein, dass die aktuelle Lage und die unmittelbare Zukunft bei unternehmerischen Entscheidungen ausschlaggebend sind und nicht die langfristige Perspektive. Unternehmer investieren überwiegend nur dann, wenn es nicht mehr anders geht, die Kapazitäten also aufgrund sehr guter Auftragslage dauerhaft ausgelastet sind. In solch einem Umfeld mag bereits die Vermutung einer aktuellen Eintrübung selbst kurzfristig notwendige Investitionsentscheidungen verzögern.

... doch Investitionstätigkeit bleibt eher verhalten

Sicherlich neigen Unternehmer in konjunktursensitiven Branchen wie dem Maschinenbau oder der Automobilindustrie eher zur Vorsicht bei Investitionen. Doch gilt dies auch für die gesamte Wirtschaft? Lässt sich die These empirisch belegen, dass die Erfahrungen der Finanzkrise bzw. eine anhaltend hohe wirtschaftliche Unsicherheit das Investitionsverhalten belasten und Unternehmer in ihren Investitionsentscheidungen weiterhin beeinflussen? Hat sich das Investitionsverhalten verändert? Ist es reaktiver als vor der Finanzkrise? Abb. 1 zeigt: die Dynamiken des Investitionsverhaltens haben sich seit der Finanzkrise tatsächlich verändert, und zwar über alle Branchen. Klassische Zyklen, bei denen die Investitionen im Verhältnis zum BIP in Phasen konjunktureller Erholung deutlich ansteigen und in Rezessionen stark nachlassen, sind seit der Finanzkrise deutlich weniger ausgeprägt. Eine der Ursachen, warum die deutsche Wirtschaft aktuell keine klassischen Konjunkturzyklen erlebt, ist also die nachlassende Volatilität bei den Investitionen.

Abb. 1: Investitionsquote; Ausrüstungsinvestitionen in % des BIP



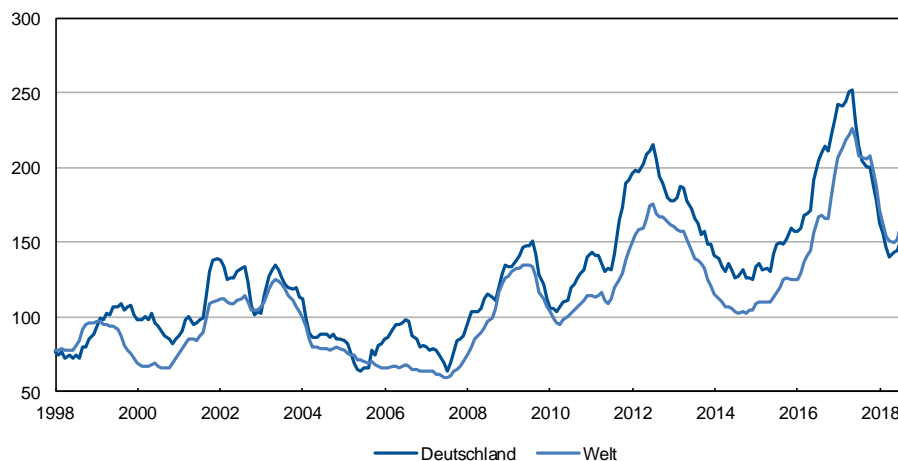
Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB

Unternehmer handeln durchaus rational, wenn sie sich in ihrer Investitionstätigkeit zurückhaltend zeigen. Denn die Nachhaltigkeit der aktuellen Konjunkturentwicklung wird schon länger angezweifelt. Blasenbildungen durch die Notenbanken und nicht haltbar hohe Schuldenquoten sind nachvollziehbare Argumente, die in diesem Zusammenhang immer wieder betont werden bzw. als Indiz für eine bevorstehenden Korrektur oder gar einen Crash genannt werden. So wird die nun schon seit Jahren stabile Konjunktur nicht als Indiz anerkannt, dass die Welt- und europäische Konjunktur robust sind. Negative Zinsen und steigende Schuldenquoten führen demnach zu keinem nachhaltigen Wachstum, sondern verschieben nur eine unausweichliche Korrektur. Das seit Jahren anhaltende Wirtschaftswachstum ist nach dieser Lesart durch steigende Schuldenquoten teuer erkauft und nicht haltbar.

Unsicherheiten über Politik und Wirtschaftsausblick häufen sich ...

Dabei ist das Geldwachstum in der Euro-Zone alles andere als überschüssig (siehe auch IKB-Kapitalmarkt-News *Euro-Zone: Geringes Geldmengenwachstum entschärft Inflationsrisiko*), sodass die Argumentation eines durch billiges Geld induzierten Booms nicht nachvollziehbar ist. Allerdings gibt es andere Themen, die im Kontext einer allgemeinen Verunsicherung für Zündstoff sorgen. Hierzu gehört sicherlich die anhaltende Diskussion über einen von den USA ausgelösten Handelskonflikt. Grundsätzlich scheinen mögliche Konjunkturrisiken zuzunehmen, vor allem auf globaler Ebene. Dazu zählen etwa der Brexit, die Schuldentragfähigkeit einzelner Länder und die Wechselkursentwicklungen verschiedener Schwellenländer. So zeigt der Policy Uncertainty Index, der politische wie konjunkturelle Unsicherheit misst, für die Weltwirtschaft und auch für Deutschland seit der Finanzkrise nicht nur höhere Ausschläge, sondern auch einen negativen Trend. Der hohe Gleichlauf zeigt zudem, wie stark das globale Umfeld die Stimmung und die Medien in Deutschland beeinflusst.

Abb. 2 : Policy Uncertainty Index; 12-Monats-Durchschnitt



Quelle: Policy Uncertainty; IKB

... und beeinflussen die Stimmung unter Unternehmern, ...

Empirische Analysen (siehe Literaturverweis auf S. 8) zeigen, dass der Policy Uncertainty Index als Frühindikator zukünftiger Investitionen bzw. Konjunkturentwicklungen statistisch bedeutend ist. Dies gilt vor allem – aber nicht nur – für die USA. Auch zeigen IKB-Analysen, dass der Index einen bedeutenden Einfluss auf die Erwartungskomponente des ifo Geschäftsklimas für das Verarbeitende Gewerbe hat: Steigt die Unsicherheit, wirkt sich dies negativ auf die Erwartungshaltung der deutschen Unternehmen aus und damit auch auf die Konjunkturentwicklung. Denn das ifo Geschäftsklima ist ein bedeutender Frühindikator. Allerdings ist seit der Finanzkrise auch hier eine Veränderung zu erkennen. So scheint die generell höhere Unsicherheit seit der Krise (Volatilität im Index) keinen negativen Einfluss auf Erwartungen und das Investitionsverhalten der Unternehmer auszuüben, da sich der Einfluss des Index deutlich reduziert hat. Auch ist die Einschätzung der aktuellen Lage weiterhin der bedeutendere Treiber für Erwartungen. So beeinflusst zwar die allgemeine konjunkturelle und politische Unsicherheit die Stimmung der deutschen Unternehmer. Eine bedeutende Bremswirkung auf das Investitionsverhalten – vor allem seit der Finanzkrise – ist jedoch nicht festzustellen. Sprich: Unsicherheit beeinflusst Stimmung. Sie ist aber nicht ausreichend, um die grundsätzliche Veränderung der in Abb. 1 dargestellten Investitionsdynamik zu erklären.

... doch die Erfahrung der Krise bleibt entscheidender Faktor für Investitionsentscheidung

Dennoch spielt die Finanz- und Euro-Krise weiter eine große Rolle, zumindest im Unterbewusstsein vieler Unternehmer. Denn Kausalitätstests bestätigen eindeutig, dass es seit der Finanzkrise nicht die Investitionen sind, die das Wachstum treiben, sondern das BIP-Wachstum bestimmt eher die Investitionen. Haben Investitionen vor der Finanzkrise in Folge positiver Erwartungen das Wachstum getrieben und zu einer deutlich ansteigenden Investitionsquote geführt, ist es seit der Finanzkrise anders herum. Das BIP-Wachstum führt zwangsläufig zu Investitionen aufgrund von Kapazitätsengpässen. Vor der Krise kann das Investitionsverhalten als aktiv bezeichnet werden, was auch zu deutlichen Über- und Unterreaktionen geführt hat, siehe Abb. 1. Seit der Krise ist das Investitionsverhalten eher reaktiv. Ein Investitionsboom bleibt aufgrund des positiven, aber relativ moderaten Wachstumspfad aus.

Benötigt wird eine hohe Wachstumsrate, die für eine steigende Investitionsquote sorgen würde und die Erfahrungen aus der Krise vergessen lässt. Die Chancen hierfür sehen die meisten Volkswirte jedoch gering. Aktuelle Prognosen für das deutsche Wirtschaftswachstum liegen für die nächsten Jahre bei 1,5 % bis 2 %. Das ist zwar keine schlechte Erwartung. Doch wie die letzten Jahre gezeigt haben, reicht sie nicht aus, um das Investitionsverhalten grundsätzlich anzukurbeln. Auf der anderen Seite sollten ausgeprägte konjunkturelle Schwankungen in Folge von Investitionen auch zukünftig ausbleiben. Damit bleibt auch das Risiko eines bedeutenden konjunkturellen Einbruchs eher gering.

Fazit: Die Investitionsdynamik in Deutschland hat sich seit der Finanzkrise grundsätzlich geändert. Die Ursachen hierfür scheinen weniger aktuelle globale Konjunkturrisiken zu sein. Es sind eher die Erfahrungen aus der Finanzkrise, die zur anhaltenden Investitionszurückhaltung geführt haben.

Unternehmen investieren nicht mehr, um zu wachsen, sondern weil die Wirtschaft gewachsen ist und sich Kapazitätsengpässen gebildet haben. Sie reagieren mehr, als dass sie agieren. Die aktuellen Revisionen bei den deutschen Wachstumsprognosen für 2019 stärken diese eher skeptische Einstellung der Unternehmen und werden kaum für eine grundsätzliche Veränderung im deutschen Investitionsverhalten und damit einen bedeutenden Anstieg in der Investitionsquote sorgen. Dies spricht für eine moderate, aber auch relativ stabile deutsche Konjunktorentwicklung in den nächsten Jahren.

Literatur über Policy Uncertainty Index:

<http://www.policyuncertainty.com/media/BakerBloomDavis.pdf>

Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2018

http://gemeinschaftsdiagnose.de/wp-content/uploads/2018/10/GD2_2018_final_20181002.pdf

Dr. Klaus Bauknecht, Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

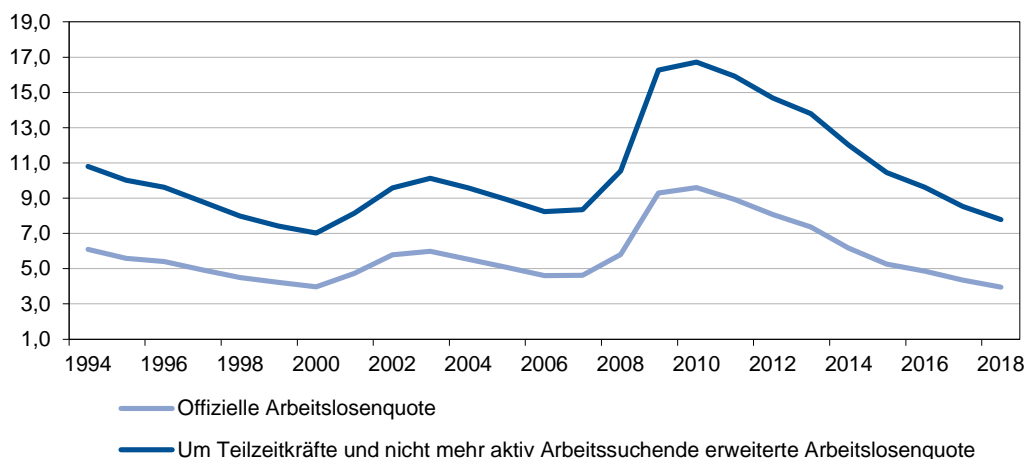
US-Konjunktur: Wie geht's eigentlich dem US-Konsumenten?

Die US-Wirtschaft ist im dritten Quartal 2018 im Vergleich zum Vorquartal um 0,9 % gewachsen, nachdem sie bereits im Sommerquartal mit einem Wachstum von 1 % positiv überraschte. Zu dieser kräftigen Dynamik hat der private Konsum entscheidend beigetragen; seine Zunahme lag in beiden Quartalen bei ca. 1 %. Mit einem BIP-Anteil des Konsums von rund 70 % ergab sich somit ein durchschnittlicher Wachstumsbeitrag von 0,6 Prozentpunkten. Doch trotz der guten Konsumdynamik wird oftmals an der Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Dynamik in den USA gezweifelt. Viele Volkswirte argumentieren, die anhaltende Senkung der US-Sparquote und die steigende private Schuldenquote seien nicht haltbar und dämpften somit den Ausblick für das Konsumwachstum. Ebenso wird von vielen Marktbeobachtern bezweifelt, ob die Steuersenkung nachhaltige Effekte mit sich bringt.

US-Arbeitsmarktdaten können überzeugen – Erholung kommt an

Die anhaltend gute Konjunktur führt dazu, dass ein zunehmender Anteil der US-Bevölkerung von dieser Entwicklung profitiert. Dies ergibt sich aus den Lohnanstiegen und der sinkenden Arbeitslosenquote. Die Löhne erhöhen sich bereits seit 2011 jährlich um über 4 % und liegen damit deutlich über der Inflationsrate. Auch eine um Teilzeitkräfte und nicht mehr aktiv Arbeitssuchende erweiterte Arbeitslosenquote zeigt ein überzeugendes Bild. Sie ist dann mit 7,5 % etwa doppelt so hoch wie die offizielle von 3,7 % (September 2018); doch auch dieser Wert ist im historischen Vergleich niedrig. Nur im Boomjahr 2000 lag der Jahresdurchschnitt mit 7,0 % unter dem aktuellen Wert von 2018. Auch hat sich der Anteil der Langzeitarbeitslosen deutlich reduziert. Waren 2011 noch fast 44 % aller Arbeitslosen länger als 27 Wochen ohne Arbeit, hat sich dieser Wert in den ersten neun Monaten des laufenden Jahres im Schnitt auf 21,3 % ungefähr halbiert. Allerdings ist die Dauer der Arbeitslosigkeit im historischen Vergleich immer noch relativ hoch. Gleiches gilt für die Anzahl der Essensmarkenempfänger (SNAP-Programm). Zwar hat sich der Anteil der Bevölkerung, die Hilfe erhalten, vom Höchststand im Jahr 2013 deutlich reduziert. Mit rund 12 % der Bevölkerung (ca. 39 Mio. Essensmarkenempfänger im Juli 2018) bleibt die Quote allerdings immer noch höher als in den Vorkrisenjahren.

Abb. 1: US-Arbeitslosenquote in %

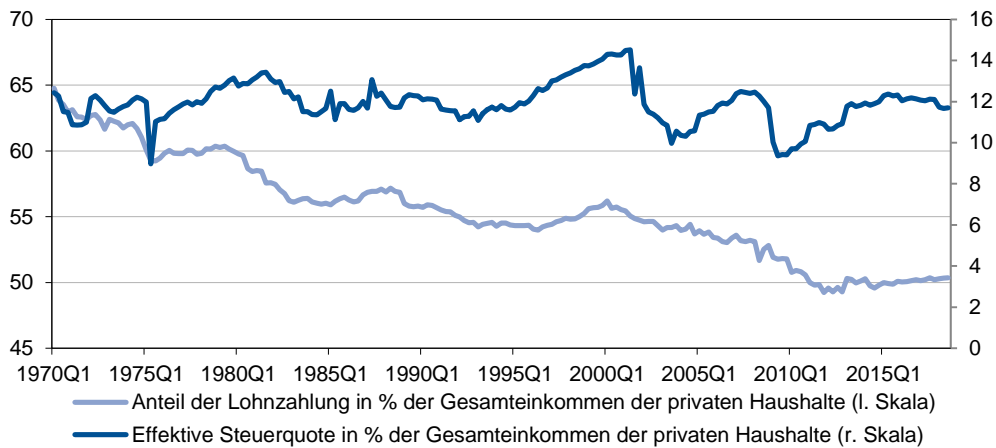


Quellen: Bureau of Labour Statistics; IKB-Berechnung

Einfluss der Steuerreform sollte nicht überbewertet werden

Grundsätzlich sollte der Einfluss der US-Steuerreform auf das verfügbare Einkommen, das Konsumentenvertrauen und damit auf den privaten Konsum nicht überbewertet werden. Die Steuerquote auf Privateinkommen verläuft historisch relativ stabil und schwankt zwischen 10 % und 13 % – in Abhängigkeit von der Konjunktorentwicklung. Auch aktuell ist die Quote nur geringfügig gesunken. Ein bedeutender Schub für das verfügbare Einkommen infolge der aktuellen Steuersenkung ist demnach (noch) nicht zu erkennen. Auch sind es nicht die Einflüsse von Steuerreformen, die dem US-Verbraucher Raum für mehr Konsum geben, sondern die Lage auf dem US-Arbeitsmarkt. Das aktuelle Konsumwachstum ist demnach um einiges nachhaltiger als der Einmaleffekt, der sich aus den Steuersenkungen erwarten lässt.

Abb. 2: USA: Effektive Steuerquote und Lohnanteil am privaten Einkommen



Quellen: Bureau of Economic Analysis; Bureau of Labour Statistics; IKB-Berechnungen

Zusammensetzung des Einkommens hat sich verändert ...

In der historischen Betrachtung gab es einige Verschiebungen in der Zusammensetzung des US-Privateinkommens. Löhne machen aktuell nur 50 % des gesamten Einkommens (Q3/2018) aus, während dieser Wert 1970 noch bei 64 % lag. Deutlich angestiegen sind hingegen die Sozialleistungen des Staates. Auch Vermögenseinkünfte haben an Bedeutung gewonnen. Nicht nur die relativ hohe Quote von Essensmarkenempfängern stützt die These einer zunehmenden Einkommensungleichheit in den USA, sondern auch der sinkende Anteil der Löhne bzw. der steigende Anteil von Vermögenseinkünften. Eine Zunahme der Einkommensungleichheit würde zudem dafür sorgen, dass die aggregierte Konsumneigung sinkt, da Besserverdienende eine höhere Sparquote aufweisen. Tabelle 1 zeigt jedoch eine entgegengesetzte Entwicklung. So ist die Konsumquote in den letzten Jahrzehnten tendenziell gestiegen (von 75 % auf 80%), während sich die Sparquote von 11 % zu Anfang der 1970er-Jahre auf 6 % reduziert hat.

Neben der Zunahme der Einkommensungleichheit und den Einmaleffekten aus der Steuerpolitik ist es vor allem der ansteigende Schuldenberg, der oftmals als Argumente für ein nicht nachhaltiges US-Konsumwachstum angeführt wird. Doch gemäß OECD-Daten ist die private Schuldenquote (Privatverschuldung relativ zum verfügbaren Einkommen) der USA im internationalen Vergleich gar nicht so hoch, sondern liegt eher im unteren Mittelfeld. Viele europäische Länder, aber auch Kanada und Südkorea haben eine deutlich höhere private Schuldenquote. Der größte Teil der US-Privatverschuldung sind Immobilienkredite: Sie machen aktuell ca. 70 % der Schulden der US-Privathaushalte aus, die sich insgesamt auf 13,3 Billion US-\$ belaufen.

Tabelle 1: Zusammensetzung des Einkommens privater Haushalte und dessen Verwendung

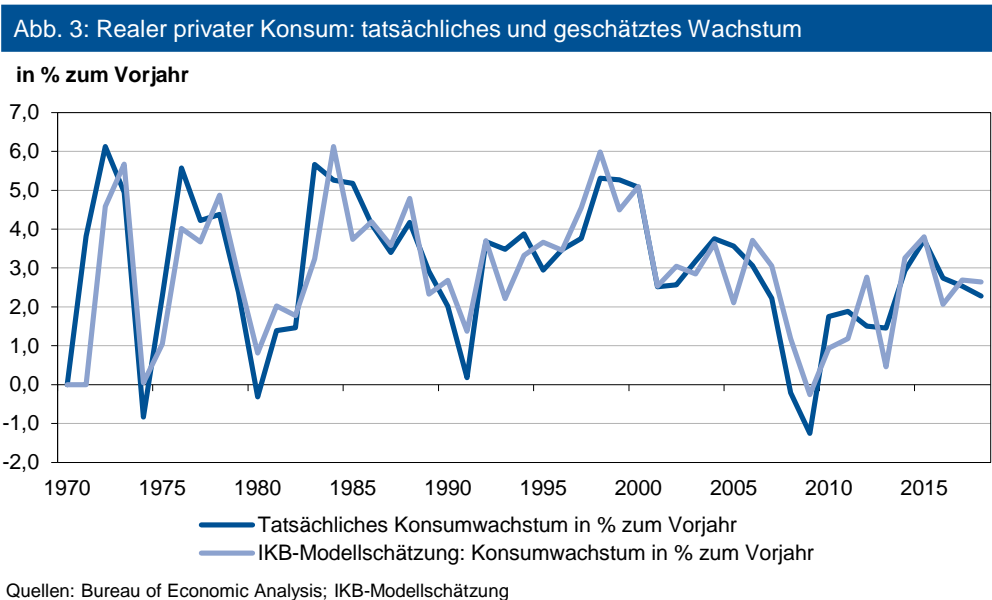
	1970	1980	1990	2000	2010	2018 Q3
Gesamtes Einkommen						
Lohnzahlungen	63,8	59,1	55,8	55,8	50,8	50,4
Zusatzleistungen der Arbeitgeber	8,3	10,7	12,2	11,8	12,4	11,5
Einkommen aus Selbstständigkeit	9,0	7,4	7,2	8,7	8,8	8,9
Nettotransferleistungen des Staates	3,3	1,9	3,8	4,4	10,7	9,2
Einkommen aus Vermögen	15,7	17,9	21,0	19,3	17,3	20,0
Verwendung						
Steuern	11,9	12,9	12,1	14,3	9,9	11,7
Privater Konsum	74,8	75,4	77,5	78,2	81,2	79,6
Zinszahlungen (ohne Hypotheken)	1,7	1,8	2,4	2,5	1,9	1,9
Sonstige Ausgaben	0,3	0,3	0,6	0,9	1,2	1,2
Sparen	11,3	9,6	7,3	4,1	5,9	5,7

Quellen: Bureau of Economic Analysis; IKB-Berechnung

Eine hohe Schuldenlast kann das Sparen der Konsumenten erzwingen. Allerdings umfasst der private Konsum auch die Kosten für „Wohnen im Eigentum“ in Form einer geschätzten Miete. Wenn steigende Immobilienzinsen und Häuserpreise zu höheren Mieten führen, nimmt auch der Konsum zu, da mehr Geld für die Dienstleistung „Wohnen“ ausgegeben wird. In welchem Maße steigende Immobilienkosten andere Verwendungszwecke des privaten Konsums reduzieren, lässt sich aus den aggregierten Zahlen nicht erkennen. Zinszahlungen ohne Hypothekenzinsen haben in den letzten Jahren kaum an Bedeutung zulegen können. Die Zinslast durch Kreditkartenverwendung hat sich demnach nicht erhöht. Auch bleibt die Zinslast als Anteil des Einkommens eher überschaubar und bei langjähriger Betrachtung relativ stabil.

... und ist eine Erklärungsgröße des privaten Konsums

Empirische Analysen zeigen, dass die Finanzkrise zu einem moderateren Konsumverlauf geführt hat. Der Konsumanteil am Einkommen reduzierte sich, allerdings scheint dies eine einmalige Anpassung gewesen zu sein. Die Konsumneigung hat sich seit der Finanzkrise nicht nennenswert geändert. Die Zusammenstellung des verfügbaren Einkommens und damit auch die Einkommensverteilung sind allerdings von Bedeutung, denn das reale Wachstum des privaten Konsums in den letzten Jahrzehnten (1970 bis 2018) kann durch das real verfügbare Einkommen sowie den Lohnanteil am Gesamteinkommen zufriedenstellend erklärt werden (siehe Abb. 3). Wie erwartet, hat ein Rückgang der Lohnquote einen negativen Einfluss auf das Konsumwachstum. Der Anteil der Löhne ist seit der Finanzkrise jedoch eher stabil bzw. leicht steigend (siehe Abb. 2).



Privater Konsum als Wachstumsstütze intakt

Auch ohne eine bis dato deutliche Senkung des effektiven Steuersatzes zeigt das real verfügbare US-Einkommen aufgrund der Entwicklung von Arbeitsmarkt und der Löhne in den letzten Jahren ein stabiles Wachstum zwischen 2,0 % und 2,5 %. Die geschätzte Sensitivität zwischen real verfügbarem Einkommen und Konsum liegt zwischen 0,75 und 0,8. Ein Anstieg des realen verfügbaren Einkommens von 1 % führt folglich zu einem Anstieg des privaten Konsums zwischen 0,75 % und 0,8 %. Vorausgesetzt, der Lohnanteil am Gesamteinkommen bleibt relativ stabil und das verfügbare Einkommen steigt auch dank des Arbeitsmarktes weiterhin um 2 % bis 2,5 % an, ergibt sich ein jährliches Konsumwachstum zwischen 1,5 % und 2 %. Die aktuelle Jahresrate von 2,7 % im dritten Quartal 2018 scheint demnach nur in Kombination mit einer deutlichen Senkung des effektiven Steuersatzes und/oder einem tendenziell steigenden Lohnanteil am Gesamteinkommen zu funktionieren. Anders ausgedrückt: Auch wenn der Konsumausblick grundsätzlich positiv ist, ist die aktuelle Wachstumsrate nicht nachhaltig.

Aufgrund des aktuellen Anteils des privaten Konsums am US-BIP von 70 %, ist von einem BIP-Wachstumsbeitrag des privaten Konsums von 1 bis 1,5 Prozentpunkten auszugehen – selbst wenn die Steuereffekte unberücksichtigt bleiben. Selbst bei volatilen Investitionen, die aktuell rund 17 % des US-BIP

ausmachen, sollte das US-BIP-Wachstum deshalb weiterhin robust bleiben. Die US-Wirtschaftsdynamik dürfte demnach 2019 zwar aufgrund eines normalisierenden Konsumwachstums nachlassen. Ein Einbruch infolge auslaufender Sondereffekte oder eines nicht nachhaltigen Konsumwachstums ist jedoch nicht zu erwarten. Im Falle einer Verlangsamung des US-Wirtschaftswachstums in den Jahren 2019 und 2020 sollte die Fed ihren Leitzins ab Mitte bzw. Ende 2019 stabil halten.

Fazit: Für die Konjunktorentwicklung in den USA ist die Dynamik des US-Konsums entscheidend. Viele Volkswirte betrachten hohe private Schuldenquoten, eine steigende Einkommensungleichheit sowie strukturelle Arbeitslosigkeit als Belastungsfaktoren.

Doch die nun schon länger anhaltende positive konjunkturelle Entwicklung kommt tatsächlich verstärkt bei der breiten Masse der Bevölkerung an: Das verfügbare US-Einkommen ist gestiegen und führt zu mehr Konsum – auch ohne bedeutende Steuersenkungen. Und selbst der Lohnanteil am Gesamteinkommen hat sich stabilisiert, was den Konsum zusätzlich stützt.

Insgesamt geht die IKB aufgrund der soliden Konsumententwicklung in den USA nicht von einem konjunkturellen Einbruch der US-Wirtschaft in den Jahren 2019 und 2020 aus. Die Bank rechnet allerdings mit einer etwas nachlassenden Dynamik und erwartet für dieses Jahr ein Wachstum der US-Wirtschaft von 2,9 % und für 2019 von 2,6 %.

Dr. Klaus Bauknecht, Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Frankreich: In den Fußstapfen Italiens?

In der Diskussion um die Schuldentragfähigkeit der Euro-Länder und der damit einhergehenden Stabilität der Gemeinschaftswährung richtet sich das Augenmerk vor allem auf Italien, ein Land, das weder das notwendige Wirtschaftswachstum noch die fiskalische Zurückhaltung zeigt, um nachhaltig seine Schuldenquote zu stabilisieren. Ohne eine unterstützende europäische Zinspolitik wäre Italien schon lange nicht mehr kapitalmarktfähig (siehe „*Italien: Regierung der fehlenden Verantwortung*“). Doch wie steht es um Frankreich? Das Wirtschaftswachstum mag zwar nicht so niedrig sein wie das von Italien, aber auch hier scheint eine anhaltend niedrige Zinslast notwendig zu sein, um die Schuldentragfähigkeit zu sichern bzw. um zumindest ansatzweise das Signal einer angestrebten Senkung der Schuldenquote aufrecht zu erhalten.

Wo steht Frankreich mit seinem Reformbestreben, das mit Präsident Macron sicherlich neuen Schub bekommen hat? Gewinnt die Neuausrichtung der Fiskal- und Wirtschaftspolitik an Fahrt, oder besteht die Gefahr, dass die Schuldentragfähigkeit Frankreichs auf Sicht ebenso anfällig sein wird wie die Italiens? Zeit für einen Blick auf die französische Reform- und Fiskalpolitik.

Aktueller Konjunkturausblick und Fiskalpolitik in Frankreich – Zinsentwicklung ist entscheidende Größe

Im Zeitraum 2010 bis 2016 ist die französische Wirtschaft durchschnittlich um 1,2 % jährlich gewachsen. 2017 beschleunigte sich das Wachstumstempo auf über 2 %. In den ersten drei Quartalen 2018 legte die Wirtschaft real um 1,75 % zum Vorjahr zu, wobei die Zuwächse zum Vorquartal durchschnittlich nur 0,25 % betragen haben (verglichen mit 0,7 % im Durchschnitt des Jahres 2017). Der private Konsum und die Bruttoanlageinvestitionen leisten gegenwärtig einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum. Da sich die Importdynamik verlangsamt hat und die Ausfuhren schneller wuchsen, trugen die Netto-Exporte im vergangenen Quartal ebenfalls zum BIP-Plus bei. Für das Gesamtjahr 2018 erwartet die IKB ein Wirtschaftswachstum von 1,6 %. Auch 2019 dürfte die Wachstumsrate unter der 2 % -Marke bleiben.

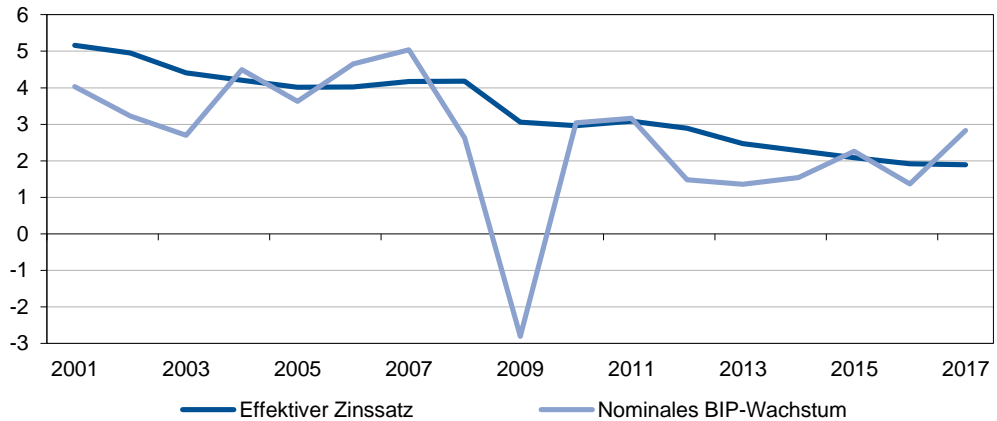
Während das französische reale BIP-Potenzialwachstum gemäß der OECD bei ca. 1,3 % liegen sollte, nimmt die Regierung bei ihren fiskalischen Projektionen ein reales jährliches Wachstum von 1,7 % an. Es würde sich damit zwischen 2017 und 2022 stets um 0,4 Prozentpunkte über dem geschätzten Potenzial bewegen. Doch dies muss nicht unbedingt zu einer zu optimistischen Annahme der französischen Regierung führen; denn auch die deutsche Wirtschaft wächst nun schon seit fünf Jahren über ihrem Potenzialwachstum, das für die letzten Jahre auf ca. 1,4 % geschätzt wird (Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2018). Allerdings hat die französische Regierung aufgrund eines aktuell geringeren als ursprünglich angenommenen Wachstums die Budgetziele (Haushaltsdefizit zum BIP) für 2018 und 2019 bereits auf 2,6 % respektive 2,8 % angepasst (von zuvor 2,3 % und 2,4 %).

Fällt die nominale BIP-Wachstumsrate höher aus als die effektive Zinslast des Staates, ergibt sich fiskalisches Spielraum im Hinblick auf die Primärbilanz (Staatseinnahmen minus -ausgaben ohne Berücksichtigung der Zinszahlungen), da kein Überschuss zur Stabilisierung der Schuldenquote notwendig ist. Anders ausgedrückt: Ist das nominale Wachstum größer als die effektive Zinsrate, kann durch einen Primärüberschuss eine Senkung der Schuldenquote erreicht werden. Im Gegensatz zu Italien ist Frankreich dies im Jahr 2017 gelungen. Frankreich bezahlte im letzten Jahr trotz höherer Schuldenquoten über 10 Mrd. € weniger Zinsen als 2011. Durch die weiter sinkende bzw. stabile effektive Zinslast ist auch auf Sicht – trotz eines seit der Finanzkrise enttäuschenden Wirtschaftswachstums – davon auszugehen, dass die Zinsrate über dem BIP-Wachstum liegen sollte. Hier unterscheidet sich Frankreich deutlich von Italien, dessen Risikoprämie sich aufgrund der Fiskalpolitik des Landes ausweitet. Aufgrund des Primärbilanzdefizits gelang jedoch bis dato kein Schuldenabbau. Auch soll das von der EU-Kommission geschätzte strukturelle Primärbilanzdefizit in Frankreich im nächsten Jahr das höchste in der Euro-Zone werden. Im Kontext einer möglichen Wachstumsverlangsamung kann deshalb an einem angestrebten Rückgang der Schuldenquote kurz- und mittelfristig gezweifelt werden.

Grundsätzlich erweist sich die französische Wirtschaft aufgrund ihrer Geschlossenheit und dauerhaft staatlicher Interventionen als eher träge. Dies war in der Finanzkrise vorteilhaft, behindert allerdings in den letzten Jahren eine dynamische Entwicklung des Wirtschaftswachstums und damit auch des französischen Arbeitsmarkts. Der Anteil der nichterwerbstätigen Jugendlichen im Alter von 15 bis 24 Jahren, die weder an Bildungs- noch an Weiterbildungsmaßnahmen teilnehmen, ist selbst 2017 nur marginal zurückgegangen und betrug 20,4 %. Hier zeigt sich die nur schwache Integrationsfähigkeit des französischen Arbeitsmarktes.

Während die Arbeitslosenrate in der Euro-Zone seit der Finanzkrise insgesamt zurückging, ist eine entsprechende Entwicklung in Frankreich erst seit der zweiten Hälfte 2016 zu beobachten. Das unterstreicht die geringe Reaktionsfähigkeit des Arbeitsmarktes auf die BIP-Entwicklung in der zweitgrößten Volkswirtschaft der Euro-Zone.

Abb. 1: Frankreich: Effektiver Zinssatz in %-Punkten und nominales BIP-Wachstum in % zum Vorjahr

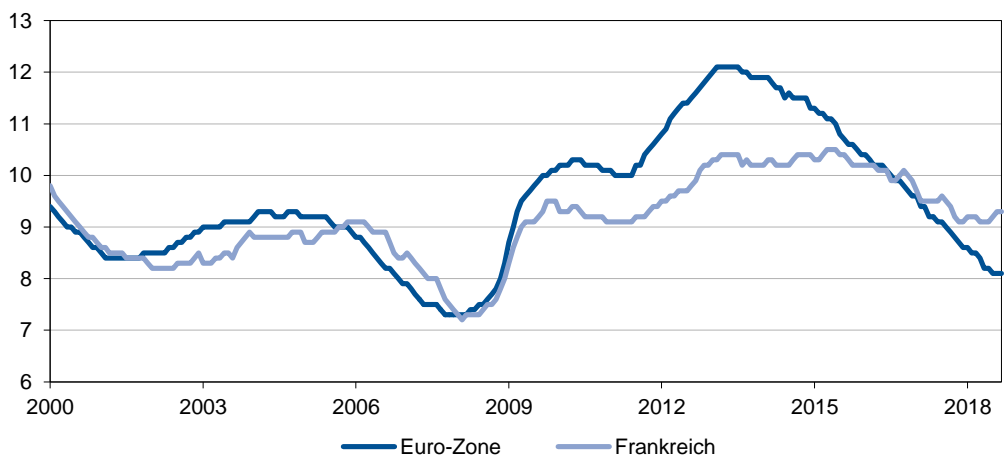


Quellen: Eurostat; eigene Berechnungen

Reformen: Fehlende gesellschaftliche Unterstützung nährt Zweifel an effektiver Umsetzung

Die Reformagenda Emmanuel Macrons umfasst viele Elemente der Hartz-IV-Reform: geringere Kündigungsaufwendungen für Unternehmen, strengere Voraussetzungen, um Arbeitslosengeld zu erhalten, verbesserte Dienstleistungen durch Arbeitsagenturen und ein flexibleres Tarifverhandlungssystem. Die Arbeitslosenquote und der Wachstumsausblick wirken jedoch wenig unterstützend. Angesichts der weiterhin hohen Jugendarbeitslosigkeit ist das Enttäuschungs- und Protestpotenzial in der Gesellschaft sehr hoch und das Erstarken populistischer Parteien bleibt ein Risiko.

Abb. 2: Arbeitslosenquote in Frankreich und der Euro-Zone in %



Quelle: Eurostat

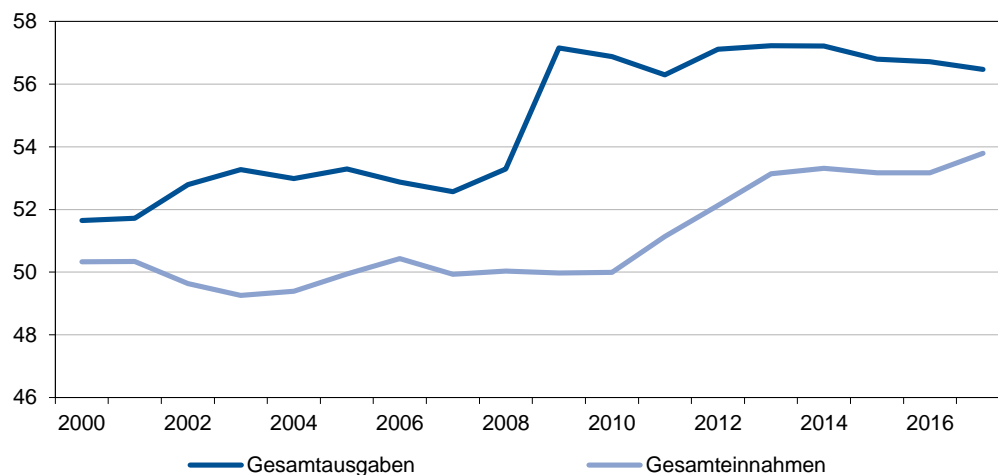
Siebzehn Monate nach Amtsübernahme hat Macron einige im Wahlkampf in Aussicht gestellte Reformen umsetzen können. Gleichzeitig sind allerdings seine Zustimmungswerte von 54 % auf unter 30 % gefallen. So ist die französische Führung auf schnelle Erfolge angewiesen, um die Reformpolitik zu legitimieren. Laut IWF-Schätzung soll die Arbeitslosenrate aber selbst bei vollständiger Umsetzung der Arbeitsmarktreform erst über einen Zeitraum von ca. 10 Jahren um 2 bis 3 Prozentpunkte zurückgehen. Ob Macron diese Zeit von den französischen Wählern zugestanden bekommt, ist fraglich. Zudem rudert die französische Regierung bei einigen Themen bereits zurück. Um eine noch größere Korrektur der Haushaltskennzahlen im Kontext des abschwächenden Wirtschaftswachstums zu vermeiden, hat sie die Senkung der Sozialabgaben für

französische Unternehmen, die für Januar 2019 vorgesehen war, auf Oktober 2019 verschoben. Auch der Arbeitsplatzabbau im öffentlichen Sektor schreitet nicht voran, wie angekündigt. Ob die Reformen das Potenzialwachstum Frankreichs entscheidend verbessern können und damit eine nachhaltige Senkung der Schuldenquote erreicht werden kann, bleibt damit grundsätzlich fragwürdig. Ein Wahlerfolg der Partei „La République en Marche!“ bei der Europawahl 2019 und bei den Kommunalwahlen 2020 wird in diesem Zusammenhang immer wichtiger.

Einschätzung der französischen Fiskalpolitik

2017 betrug das staatliche Budgetdefizit in Frankreich 2,7 % des BIP, verglichen mit 1,0 % in der Euro-Zone. Seit 1974 hat der französische Haushalt keine Überschüsse mehr erzielt. Mit einem BIP-Anteil von über 56 % ist die Ausgabenquote des französischen Staates eine der höchsten aller europäischen Länder. Im Rahmen des mehrjährigen Stabilitätsprogramms seit Frühjahr 2018 strebte die Regierung eine Senkung um ganze 3 Prozentpunkte von 2017 bis 2022 an. Gemäß der neuesten fiskalischen Projektionen der französischen Regierung sollen die Staatsausgaben 2019 auf 54 % des BIP sinken. Die nur ansatzweise zu erkennende Budgetkonsolidierung Frankreichs in den letzten Jahren resultierte aus steigenden Steuereinnahmen, während andere Staaten des Euro-Raums vor allem die staatlichen Ausgaben kürzten. Die Reduktion des französischen Defizits ist also auf eine wachsende Belastung der Wirtschaft zurückzuführen. Frankreich hat im europäischen und internationalen Vergleich eine der höchsten Steuerlasten im Verhältnis zum BIP.

Abb.3: Frankreich: staatliche Gesamteinnahmen und -ausgaben in % des BIP



Quellen: Eurostat; eigene Berechnungen

Empirische Analysen zeigen, dass die französische Regierung durchaus versucht, eine für eine stabile Schuldenquote notwendige Fiskalpolitik zu verfolgen. Anders als die italienische Regierung ist Paris bemüht, die für eine stabile Schuldenquote notwendigen fiskalischen Maßnahmen zumindest ansatzweise umzusetzen. Denn die Differenz zwischen der erreichten und der für eine stabile Schuldenquote notwendigen Primärbilanz beeinflusst die eigentliche Primärbilanz in der Folgeperiode. Sprich: Weitet sich das Primärdefizit zu stark aus, führt dies zu Gegenmaßnahmen der französischen Regierung und damit zu einer Verbesserung der Primärbilanz in der Folgeperiode. Ähnliche Schätzungen für Italien können dies nicht eindeutig bestätigen. Das Problem Frankreichs liegt eher darin, dass diese Verbesserung in den letzten Jahren vor allem durch höhere staatliche Einnahmen erfolgte, was mit einer zusätzlichen Belastung der Wirtschaft einherging.

Frankreich versucht, durch höhere Steuereinnahmen seine Primärbilanz zu verbessern, was die Schuldenquote kurzfristig positiv beeinflusst. Das belastet aber den langfristig entscheidenden Treiber der Schuldenquote, nämlich das Wirtschaftswachstum. So ist trotz aller Bemühungen keine nachhaltige Senkung der Schuldenquote zu erkennen. Im Gegenteil: Die Regierung befindet sich in einem Teufelskreis; fiskalische Maßnahmen belasten das Wachstum, was nicht nur die Schuldentragfähigkeit langfristig in Frage stellt, son-

dem aufgrund der hohen Arbeitslosigkeit auch gesellschaftlichen Unmut schürt, der wiederum jegliche Reformanstrengungen zur Steigerung des Wachstums erschwert.

Fazit: Anders als die italienische Regierung bemüht sich Paris, eine stabile Schuldenquote zu garantieren, indem die Fiskalpolitik bei einem Anstieg der Verschuldung zumindest den Versuch unternimmt, angemessen zu reagieren. Problematisch ist allerdings, dass diese fiskalischen Bemühungen vor allem durch höhere Steuern finanziert werden, was zu Lasten des Wirtschaftswachstums geht, dessen Höhe wiederum entscheidend ist, um die Schuldenquote nachhaltig in den Griff zu bekommen. Deshalb ist eine langfristige Senkung der französischen Schuldenquote trotz erwiesener fiskalischer Disziplin nicht gesichert. Zudem neigt der französische Staat traditionell zu einer interventionistischen Wirtschaftspolitik, was strukturelle Reformen erschwert.

Ob Präsident Macron den Teufelskreis aus niedrigem Wachstum, notwendigen fiskalischen Gegenmaßnahmen und steigender sozialer Unzufriedenheit durchbrechen kann, bleibt abzuwarten. Die positiven Effekte einer sinkenden Zinslast sind sicherlich noch auf Sicht unverzichtbar.

Dr. Klaus Bauknecht, Klausdieter.Bauknecht@ikb.de
Oleksiy Artin, CFA, oleksiy.artin@ikb.de

Daten auf einen Blick (26. November 2018)

Gesamtwirtschaft					
	Mrd. €	Reale Veränderung in % zum Vorjahr (kalenderbereinigt)			
	2017	2015	2016	2017	2018P
BIP	3.263,4	1,5	1,9	2,5	1,5
Privater Verbrauch	1.732,8	1,6	1,9	2,1	
Staatsverbrauch	637,9	2,9	3,7	1,6	
Ausrüstungsinvestitionen	214,6	3,0	2,1	4,9	
Bauinvestitionen	323,0	-1,9	2,5	3,5	
Exporte	1.541,5	4,7	2,4	5,3	
Importe	1.294,3	5,2	3,8	5,6	
Verbraucherpreise		0,2	0,5	1,7	
Frühindikatoren					
Index* 2015 = 100	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Sep 18	Okt 18	Nov 18
ifo-Geschäftsklima	103,2	3,1	103,8	102,9	102,0
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Jul 18	Aug 18	Sep 18
Auftragseingänge**	107,0	5,6	104,6	107,2	107,5
Produktion und Handel**					
Index* 2015 = 100	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Jul 18	Aug 18	Sep 18
Verarbeitendes Gewerbe	104,7	3,5	105,9	106,1	106,1
Bauhauptgewerbe	109,4	6,1	116,7	114,5	119,9
Einzelhandel (ohne Kfz)	105,1	3,0	106,2	105,9	106,0
Außenhandel nominal***					
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Jul 18	Aug 18	Sep 18
Warenexporte Mrd. €	1.279,1	6,2	111,0	105,4	109,1
Warenimporte Mrd. €	1.034,3	8,3	94,5	88,3	90,7
Arbeitsmarkt**					
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Aug 18	Sep 18	Okt 18
Erw. erbstätige in Mio.	44,188	1,5	44,796	45,012	-
Arbeitslose in Mio.	2,531	-5,9	2,327	2,304	2,292
Arbeitslosenquote in %	5,7		5,2	5,1	5,1
Wechselkurse					
		22.11.18	in 3M	in 6M	Ende 2019
1 € = ... US-\$		1,14	1,12	1,10	1,14
1 € = ... CHF		1,13	1,13	1,11	1,13
Zinsen in %					
3-Monats-Euribor		-0,32	-0,30	-0,27	0,10
USD 3-Monats-Libor		2,59	2,60	2,90	3,50
10-jährige Bundesanleihen		0,37	0,50	0,65	0,80
10-jährige US-Staatsanleihen		3,06	3,20	3,40	3,60

p = Prognose; v = vorläufig * Durchschnittswerte; ** saisonbereinigt; *** Spezialhandelsstatistik;

Quellen: Bloomberg; Bundesagentur für Arbeit; Deutsche Bundesbank; Statistisches Bundesamt; IKB-Prognosen

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 8221-4492

November 2018
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