

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: Deutliche Stimmungseintrübung lässt keine Zweifel an konjunktureller Abkühlung 2

Die deutsche Wirtschaft ist 2018 um 1,5 % gewachsen • Unsicherheiten belasten Unternehmensstimmung und Konjunkturausblick • Prognosen für 2019 nähern sich BIP-Wachstumsmarke von 1 %

Kapitalmärkte: Konjunktur der Euro-Zone verzögert EZB-Zinswende, und auch für die Fed wird die Luft dünner 4

Euro-Konjunktur kann EZB nicht mehr überzeugen • EZB-Zinserhöhung im Jahr 2019 wird sehr unwahrscheinlich • Euro-Kurs bleibt wichtige Stütze der Euro-Konjunktur • Sorgen über Nachhaltigkeit der US-Konjunktur drängen Fed ebenfalls zur Vorsicht bei weiteren Zinserhöhungen

Gold: Was treibt den Goldpreis? 6

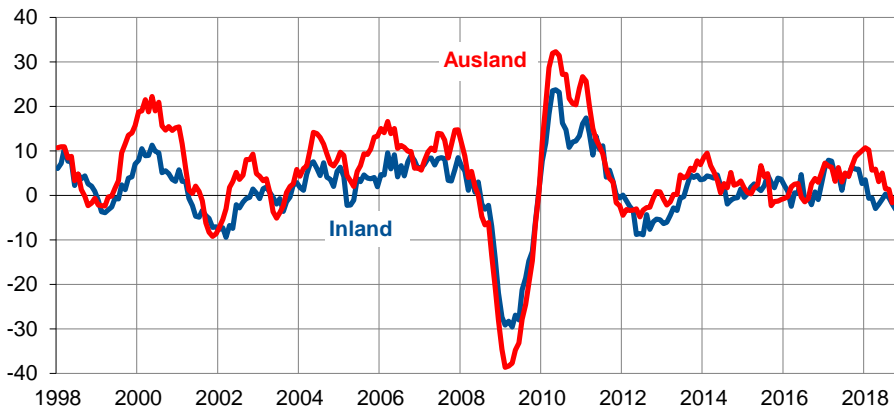
Risiken drücken Renditen und stärken Goldpreis • Aktuell treiben Konjunkturunsicherheiten den Goldpreis • Enttäuschen die Wirtschaftsdaten nachhaltig, bleibt der Goldpreis im Aufwärtstrend • Aber ein eskalierender Anstieg ist nicht zu erwarten

DAX-Gewinne versus Lohntüte: Wer wird enttäuscht? 9

Herausforderndes Umfeld für Gewinnwachstum von Unternehmen • Abkühlende Wirtschaft lässt Lohnquote zunehmen • Steigende Lohnquote stellt Risiko für DAX-Unternehmen dar • Gewinnrückgang birgt neben Konjunkturschwäche zusätzliches Überraschungspotenzial

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat



IKB-Prognose 2019
Reale Veränderung in %,
saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

Deutschland	1,0
Euro-Zone	1,4
UK	1,0
USA	2,5
Japan	1,0
China	6,3

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

Deutsche Konjunktur: Deutliche Stimmungseintrübung ...

Unsicherheiten belasten zunehmend den Ausblick ...

Die deutsche Wirtschaft ist 2018 um 1,5 % gewachsen. Dies deutet auf ein geringes, aber positives BIP-Wachstum im vierten Quartal hin. Die Sorge vor einer technischen Rezession – also einem BIP-Rückgang im dritten (-0,3% zum Vorquartal) und vierten Quartal – sollte sich demnach nicht bewahrheiten. Doch die Weltwirtschaft scheint ähnlich wie im Jahr 2015 mehr und mehr in einen konjunkturellen Abschwung zu schlittern. Indikatoren wie die Einkaufsmanager-Indizes und die weltweite Industrieproduktion deuten auf eine klare Verlangsamung der Wachstumsdynamik wichtiger Märkte hin. Dies gilt auch für China, wo strukturelle Probleme wie die hohe private Verschuldung, ein abkühlender Häusermarkt und negative Konsequenzen des Handelsstreits mit den USA die Konjunkturdaten belasten. Zudem sorgen, anders als noch 2015, der Brexit und die US-Handelspolitik für zusätzliche konjunkturelle Unsicherheiten. Ist in solch einem Umfeld eine belastbare Einschätzung zum deutschen BIP-Wachstumsverlauf für 2019 überhaupt möglich?

... und verunsichert die Unternehmen

Zu Anfang des Jahres hat sich die Stimmung der Unternehmen in Deutschland weiter eingetrübt. Das ifo Geschäftsklima verschlechterte sich zum fünften Mal in Folge, und der deutliche Rückgang um fast zwei Punkte fiel stärker aus als allgemein erwartet wurde. Dabei schätzen die Unternehmen vor allem ihre Geschäftsperspektiven erheblich schlechter ein. Der Teil-Index fiel um 3,1 Zähler auf 94,2 Punkte. Ein Niveau, das zuletzt im Sommer 2012 in der Hochphase der Euro-Schuldenkrise erreicht wurde. Die Beurteilung der aktuellen Lage fiel dagegen nur geringfügig schlechter aus. Dieser Teil-Index verringerte sich um 0,6 Zähler auf 104,3 Punkte.

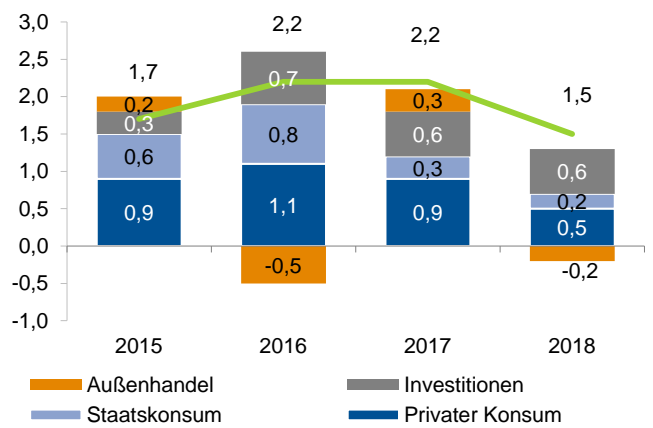
Einschätzung zum BIP-Wachstum 2019

Im vergangenen Jahr lieferten Investitionen in Deutschland mit 0,6 Prozentpunkten den höchsten Wachstumsbeitrag aller BIP-Komponenten zur gesamtwirtschaftlichen Dynamik. Allerdings dürfte die Investitionsbereitschaft bei einer sich deutlich eintrübenden Konjunktur 2019 deutlich nachlassen. Zwar wird immer wieder betont, der private Konsum sei eine wichtige Stütze des Wachstums geworden, allerdings hält sich sein Wachstumsbeitrag trotz des stabilen Arbeitsmarktes in Grenzen, bleibt aber weiterhin positiv. Das Verarbeitende Gewerbe, das in einem hohen Maße vom Export abhängig ist, profitiert davon nur wenig.

Es bleibt dabei, die deutsche Wirtschaft ist nach wie abhängig von der Weltwirtschaft: Sinkt das weltwirtschaftliche Wachstum um einen Prozentpunkt, gibt das deutsche BIP-Wachstum um 1,5 bis 2 Prozentpunkte nach. Solch eine Verlangsamung der globalen Dynamik ist allerdings für 2019 unwahrscheinlich: Auch wenn große Volkswirtschaften wie die USA, die Euro-Zone oder China 2019 ein niedrigeres Wachstum aufweisen sollten, ergäbe sich dank des zunehmenden Gewichts der chinesischen Wirtschaft für die Weltwirtschaft und der immer noch hohen chinesischen Dynamik ein stabiles globales Wachstum.

... lässt keine Zweifel an konjunktureller Abkühlung

Deutschland: Wachstumsbeiträge zum BIP; in %-Punkten

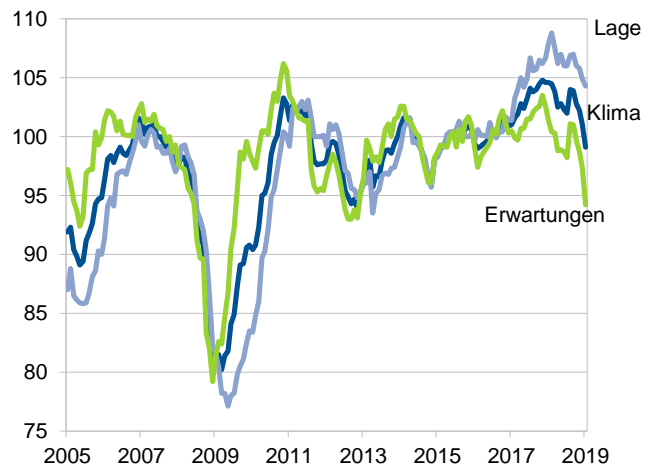


Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Tabelle unten zeigt auf Basis der IKB-Länderprognosen für 2019 einen Wachstumsrückgang der Weltwirtschaft im Vergleich zu 2018 um 0,2 Prozentpunkte. Für Deutschland ergäbe sich damit ein negativer Wachstumsbeitrag von 0,3 und 0,4 Prozentpunkten. Auf Grundlage des deutschen Potenzialwachstums von rd. 1,5 % würde die Verlangsamung der globalen Konjunktur auf eine Abkühlung des deutschen BIP-Wachstums auf 1,1 % und 1,2 % in diesem Jahr hindeuten.

Aufgrund der deutlichen Eintrübung des ifo Geschäftsklima ist das Prognoserisiko hierbei allerdings weiter nach unten gerichtet. Der ifo Index ist einer der aussagekräftigsten Frühindikatoren für den deutschen BIP-Wachstumsverlauf. Dabei liefert der Index den besten Erklärungsbeitrag für das Folge-Quartal: Die ifo-Werte des ersten Quartals erlauben eine Einschätzung für das BIP-Wachstum im zweiten Quartal. Auch wenn die ifo-Zahlen für Januar nur eine erste Indikation für den BIP-Wachstumsverlauf im zweiten Quartal geben, ist die Tendenz dennoch deutlich: Da es kaum Anzeichen für eine deutliche Erholung des ifo Geschäftsklimas in den kommenden zwei Monaten gibt, steigt das Risiko, dass nicht nur das erste Vierteljahr enttäuschen könnte, sondern auch das BIP-Wachstum im zweiten Quartal. Die aus dem ifo Index abgeleitete Prognosespanne deutet zudem darauf hin, dass die Wahrscheinlichkeit einer BIP-Schrumpfung im zweiten Quartal nicht ausgeschlossen werden kann.

Deutschland: ifo Geschäftsklima; 2015 = 100



Quelle: ifo

Reales BIP-Wachstum; in % zum Vorjahr

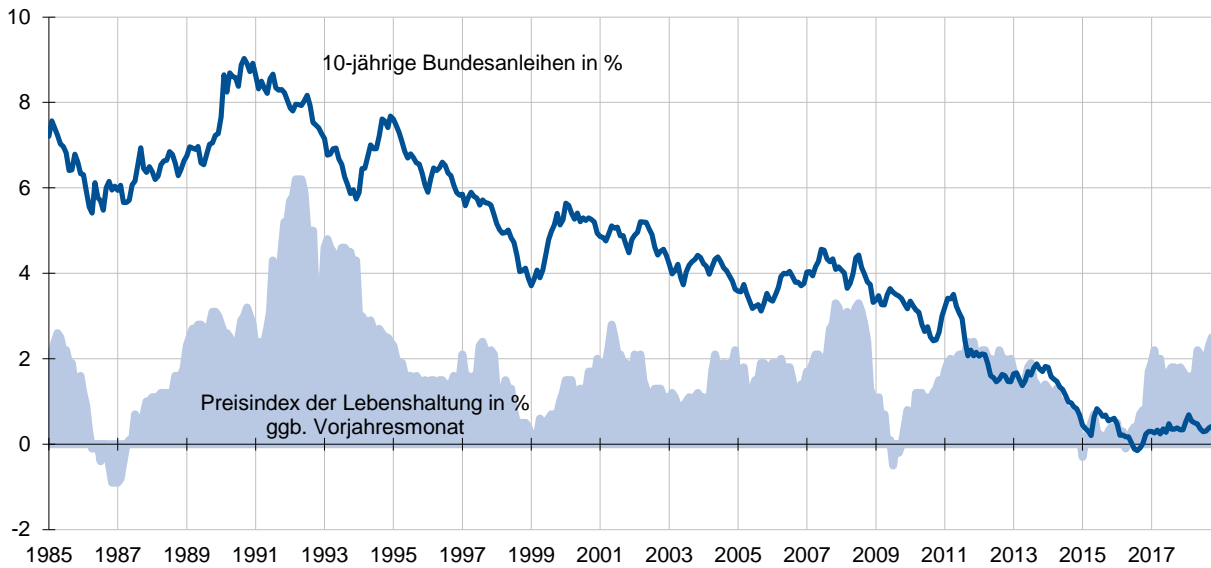
	Ø 13-17	2017	2018S	2019P
USA	2,2	2,2	2,9	2,5
Euro-Zone	1,4	2,3	1,9	1,4
Russland	0,3	1,9	1,7	1,5
China	7,1	6,8	6,6	6,3
Indien	7,1	6,7	7,5	7,3
Brasilien	-0,6	0,7	1,3	2,0
Japan	1,2	1,6	1,0	0,8
Rest	3,1	3,1	3,0	2,8
Welt	3,4	3,7	3,7	3,5

Quellen: EIU; IKB-Schätzung und -Prognose

In Abhängigkeit des BIP-Wachstums im vierten Quartal (die Daten werden erst Mitte Februar veröffentlicht) und im Kontext der beschriebenen Risiken ist eine Abwärtsrevison der IKB-BIP-Wachstumsprognose für Deutschland von 1,3 % auf rund 1 % zu erwarten. Trotz einer erwarteten sowohl globalen als auch deutschen Konjunkturerholung in der zweiten Jahreshälfte 2019 ist das Prognoserisiko von BIP-Wachstumsprognosen, die über 1 % liegen, relativ klar nach unten gerichtet.

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

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

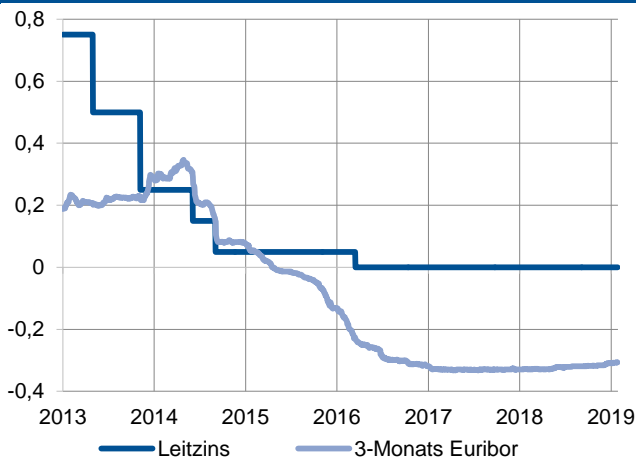


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Konjunktur der Euro-Zone verzögert EZB-Zinswende, ...

Euro-Zone: EZB-Leitzins und Euribor; in %



Quelle: Bloomberg

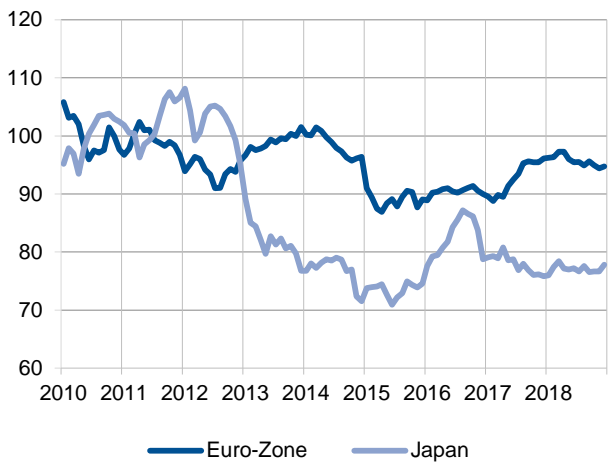


Die Wirtschaft in der Euro-Zone entwickelt sich um einiges schwächer, als es die EZB erwartet hatte. Folglich wird die europäische Notenbank nicht vermeiden können, ihre Wachstums- und Inflationsprognosen vor allem für 2019 nach unten zu revidieren. Den Grund für die unerwartet starke Abkühlung sieht die EZB vor allem in einer schwachen internationalen Nachfrage und damit in der globalen Konjunktur. Auch bleibt die Unsicherheit infolge geopolitischer Risiken hoch und belastet die Stimmung. Das gilt insbesondere angesichts des bevorstehenden Brexit. So deutete die EZB in ihrer Pressekonferenz vom 24. Jan. 2019 an, dass selbst die mittelfristige Konjunktorentwicklung weniger überzeugend zu sein scheinen, als dies noch vor ein paar Monaten der Fall war.

Damit ist nicht nur das Prognoserisiko klar nach unten gerichtet, die jüngsten Entwicklungen und die Aussagen der EZB signalisieren eine Neuausrichtung der Geldpolitik. So hat die EZB zwar ihre offizielle Pressemitteilung bis dato unverändert gelassen. EZB-Präsident Draghi stützt allerdings durch seine Betonung der Risiken die Einschätzung, dass die erste Zinsanhebung wohl frühestens 2020 stattfinden könnte. Dabei verfügt die EZB gemäß Draghi weiterhin über eine breite Palette von Handlungsmöglichkeiten. Doch was bleibt der EZB außer einer Verzögerung ihrer angekündigten Zinswende und einer erneuten langfristigen Liquiditätsbereitstellung für Banken? Beim aktuellen Stand der Geldpolitik – gemessen am Zinsniveau und der EZB-Bilanzausweitung – scheint es eher eine Frage zu sein, wie weit eine Straffung hinausgezögert werden muss, als dass von weiteren effektiven geldpolitischen Stützungsmaßnahmen ausgegangen werden kann. Anders ausgedrückt: Nur wenn die Krise tatsächlich eintritt und sich keine konjunkturelle Verschnaufpause oder moderate Rezession einstellt, ist von weiteren effektiven Maßnahmen der EZB auszugehen. Denn nur unter solchen Umständen wäre sie gefordert bzw. wäre die Bereitschaft groß genug, den konventionellen geldpolitischen Rahmen erneut auszuweiten. Dann könnten allerdings weitere und ausgeweitete Aufkaufprogramme bis hin zu einer gezielten Zinskurvensteuerung wie in Japan im Raum stehen.

... und auch für die Fed wird die Luft dünner

Effektiver Wechselkurs; 2010 = 100



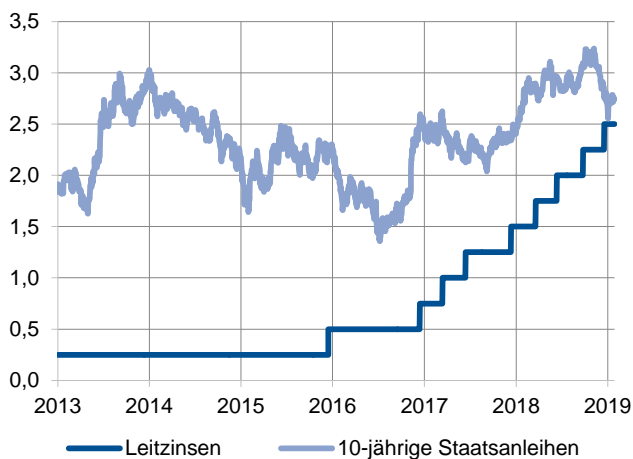
Quelle: BIZ



Was solche Maßnahmen effektiv bringen werden, bleibt allerdings abzuwarten. Die größere Absicherung für das Verhindern von japanischen Verhältnissen bleibt für eine offene Volkswirtschaft wie die der Euro-Zone ein wettbewerbsfähiger und nicht aufwertender Euro-Devisenkurs. Anders als in den USA oder Japan deutet der hohe Offenheitsgrad der Euro-Zone auf einen bedeutenden Einfluss des Devisenkurses hin. Mit der Annahme keiner bedeutenden Euro-Aufwertung sind Sorgen über japanischer Verhältnisse unangebracht.

Nicht nur in der Euro-Zone, sondern auch in den USA scheint sich eine Neuausrichtung der Geldpolitik bzw. eine weniger ambitionierte Zinsstrafung abzuzeichnen. Auch wenn die aktuellen Stimmungsindikatoren weiterhin eine stabile Konjunktorentwicklung signalisieren, sind es zunehmende Sorgen über die Nachhaltigkeit des US-Wachstums, die die US-Notenbank zur Vorsicht drängt. Gemäß der Fed ist die aktuelle Leitzinsspanne von 2,25 % bis 2,5 % nicht mehr weit von dem neutralen Zinssatz entfernt. Ob die Fed-Funds-Rate 3 % erreicht, wird verstärkt in Frage gestellt. Mit einem Niveau von rund 2,7 % für 10-jährige Renditen zweifeln die US-Renditemärkte an einem nachhaltigen Leitzins von über 3 %.

Fed-Funds-Rate und 10-jährige US-Renditen in %

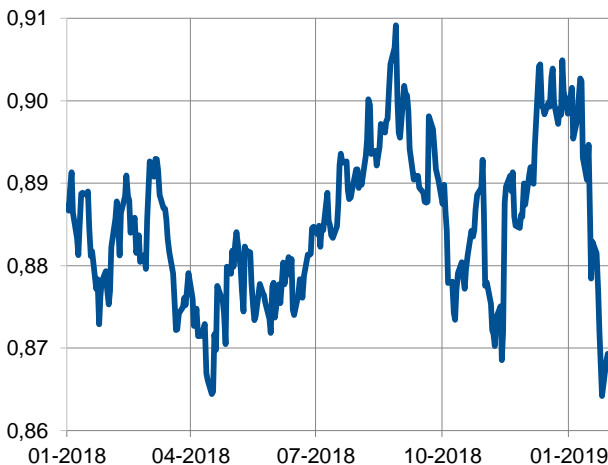


Quelle: Bloomberg



Konjunktursorgen drücken nicht nur die Renditen von US-amerikanischen oder deutschen Staatsanleihen. Sie geben auch dem US-Dollar-Goldpreis Aufwind. Es sind weniger Inflations-sorgen und damit eine gut laufende Konjunktur, sondern eher Konjunkturrisiken und damit sinkende Renditen, die den Goldpreis treiben. Weitere deutliche Goldpreisanstiege sind deshalb nur im Umfeld eskalierender Rezessionsängste zu erwarten (siehe Beitrag S. 6).

Wechselkurs Euro-Pfund; 1 Euro = ... Pfund



Quelle: Bloomberg



Die Ausgestaltung des Brexit bleibt ein bestimmendes Thema für den europäischen Konjunkturausblick. Die Finanzmärkte scheinen weiterhin an eine konstruktive Lösung zu glauben, wie auch die jüngste Aufwertung des britischen Pfunds signalisiert. Da ein harter Brexit weder für die EU, Irland noch Großbritannien vorteilhaft ist, ist nach wie vor von einem geregelten Austritt auch trotz der aktuellen Turbulenzen auszugehen. Kurzfristig sollte eine Verschiebung des durch Artikel 50 bestimmten Austrittsdatums für weitere Entspannung sorgen.

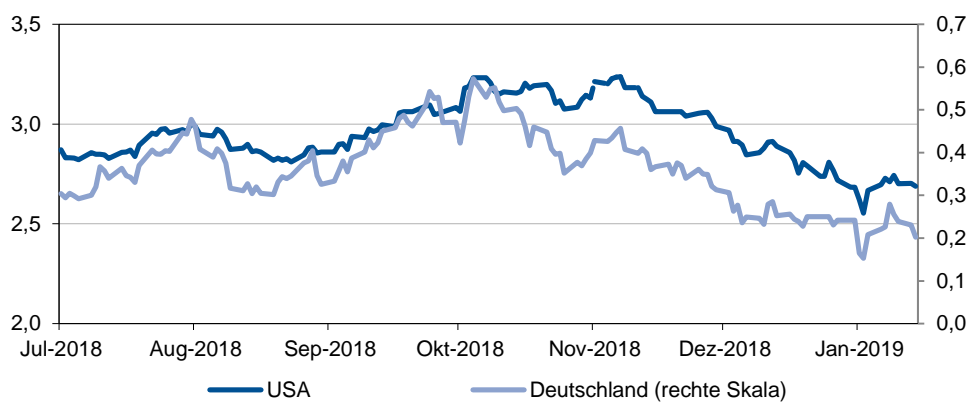
Dr. Klaus Bauknecht, Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Gold: Was treibt den Goldpreis?

Die Risiken drücken Renditen und stärken Goldpreis

Schon seit geraumer Zeit belastet ein hohes Maß an Unsicherheit die Finanzmärkte. Politische Entwicklungen wie die US-Handels- und -Außenpolitik oder der Brexit sowie die Schuldendynamik wichtiger Wachstumsmärkte mindern das Unternehmer- und Investorenvertrauen. Diese Belastungen haben sich in den letzten Wochen infolge schwacher Konjunkturdaten noch verstärkt. An den Märkten nahm die Risikoaversion deutlich zu, was sich unter anderem in einer Korrektur der Anleihemärkte niederschlug. 10-jährige US-Renditen sind von einem Niveau von 3,15 % Anfang November 2018 auf aktuell 2,7 % gesunken. Auch die deutschen Renditen haben sich von ihrem Höchststand von 0,46 % im November 2018 deutlich verabschiedet. Insgesamt deuten die Anleihemärkte auf eine eher trübe Konjunktorentwicklung hin. Jüngste Aussagen der Fed festigen zudem die Erwartung, dass kurzfristig weitere Zinsanhebungen in den USA nicht unbedingt zu erwarten sind. Auch die EZB deutet an, dass sich die Zinsanhebung hinziehen könnte.

Abb. 1: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen; in %



Quelle: Bloomberg

In einem unsicheren Umfeld fokussieren sich Anleger auf Vermögensklassen, die einen „sicheren Hafen“ darstellen; hierzu zählt Gold. Die Motivation liegt im Werterhalt des Vermögens, der bei eskalierender Inflation oder einem realwirtschaftlichen Einbruch gefährdet ist. Deshalb ist der Goldpreis parallel zu den sich aufbauenden konjunkturellen Unsicherheiten sowie dem jüngsten Rückgang der Renditen um rund 100 US-Dollar auf rund 1.300 US-Dollar angestiegen. Noch ist dieser Zuwachs innerhalb der seit 2016 generell gültigen Bandbreite von 1.100 bis 1.350 US-Dollar je Feinunze als nicht außerordentlich hoch einzuschätzen, und er signalisiert eher eine generelle Volatilität als eine Trendwende.

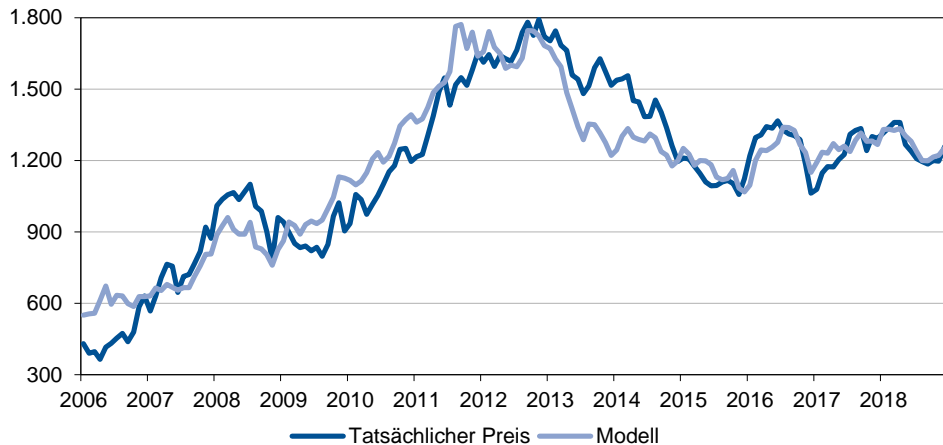
Nach Einbruch der Finanzkrise 2008/09 hatte sich der Goldpreis von rund 800 US-Dollar auf fast 1.800 US-Dollar je Feinunze mehr als verdoppelt. Ursache für den extremen Preisanstieg war damals die starke Verunsicherung, welche die globalen Implikationen von nicht bewertbaren toxischen Assets spiegelte. Das aktuelle Umfeld ist selbst bei einer konjunkturellen Eintrübung ein anderes. Nicht berechenbare Risiken von komplexen strukturierten Finanzprodukten sind für die globale Real- und Finanzwirtschaft aktuell von geringerer Bedeutung. Deshalb sind auch Sorgen über eine bevorstehende Finanzkrise eher unangebracht, vor allem im Vergleich zu 2009.

Aktuelle und historische Treiber des Goldpreises und Einschätzung

Es sind weniger Inflationsängste, die einen Goldpreisanstieg zur Folge haben, da sie notgedrungen auch zu höheren Renditen führen, die wiederum den Goldpreis unter Druck setzen. Empirische Analysen zeigen, dass vor allem sinkende Renditen und damit Konjunktursorgen dem Goldpreis Auftrieb verleihen. Egal, ob der Zeitraum von 2015 bis Ende 2018 mit einem relativ stabilen Verlauf des Goldpreises oder eine längere Phase (2000 bis 2019) betrachtet wird, die Treiber des Goldpreises erweisen sich als eindeutig: Neben dem Wert des US-Dollar sind es die US-Inflationsrate sowie 10-jährige US-Renditen: Sinkende reale Renditen – nominale Renditen fallen oder die Inflation legt zu – erhöhen die Attraktivität von Gold.

Nachlassende Aktienindizes bzw. sich ausweitende Kreditaufschläge mögen ebenfalls zu einem Anstieg des Goldpreises geführt haben, allerdings nicht mehr in den letzten Jahren. Ob auch eine eskalierende Sorge über den Werterhalt des Vermögens bzw. die Stabilität des Finanzsystems zu einem Anstieg des Goldpreises führen, ist empirisch schwer nachzuweisen. Ähnliches gilt hinsichtlich einer Überreaktion bzw. eines „Herdenverhaltens“ an den Märkten infolge einer sich aufbauenden Panik. Da jedoch aktuell von keiner mit 2008/09 vergleichbaren Finanzkrise auszugehen ist, spielen diese Aspekte aktuell eine untergeordnete Rolle. In Abb. 2 wird deutlich, dass der Goldpreis in jüngster Zeit kaum von der Modellschätzung abweicht.

Abb. 2: Goldpreis in US-Dollar je Unze



Quellen: Bloomberg; IKB-Berechnung

Auf Basis des aktuellen Niveaus von US-Dollar, US-Renditen sowie US-Inflation (Dezember-Wert 2018: 1,95 %) liegt der fundamentale Goldpreis gemäß IKB-Modell derzeit bei rund 1.280 US-Dollar je Feinunze. Haupttreiber des jüngsten Anstiegs ist der Rückgang der US-Renditen, der für eine Erhöhung des Goldpreises um fast 70 US-Dollar je Feinunze verantwortlich ist. Das Sinken der Inflationsrate von 2,5 % im Oktober auf 1,95 % im Dezember würde hingegen für eine Verringerung des Fundamentalwertes des Goldpreises von ca. 10 US-Dollar je Feinunze sprechen.

Ausblick für 2019

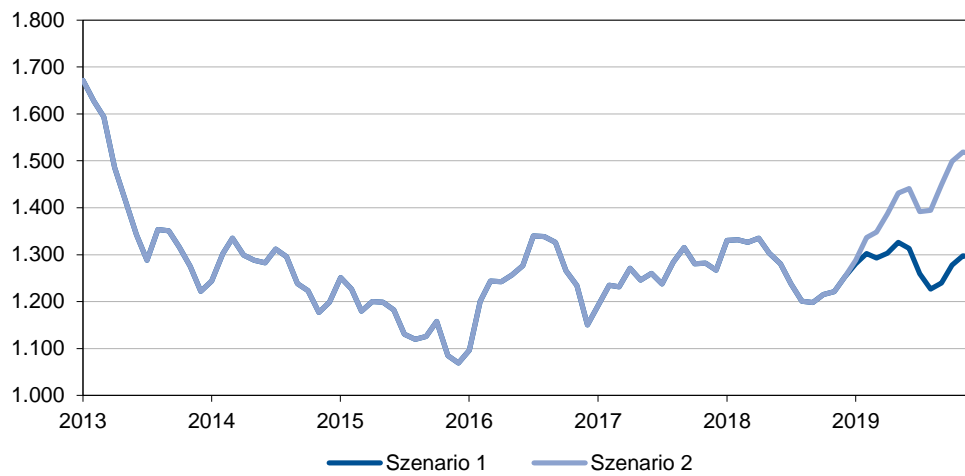
Kurzfristig scheint das Konjunkturrisiko eher nach unten gerichtet zu sein, was dem Goldpreis bei erneut und weiter sinkenden US-Renditen kurzfristig weiteren Auftrieb geben könnte. Allerdings sollte die US-Inflation, die 2018 bei 2,4 % lag und die sich 2019 auf 2,1 % reduzieren dürfte, dämpfend auf den Goldpreis wirken. Stabile Lohnstückkosten dürften dafür sorgen, dass sich trotz niedriger Arbeitslosenquote keine Lohn-/Inflationsspirale in der Euro-Zone oder in den USA bildet. Zudem mindert die sich abkühlende globale Konjunktur weltweit den Druck auf Erzeugerpreise. Auch dürften hohe Schuldenquoten und eine sich daraus ergebende schwächere Nachfrage auf Sicht zu keinem bedeutenden Inflationsanstieg führen. Zwei Szenarien zieht die IKB für dieses Jahr in Betracht:

- Szenario 1: Die US-Konjunktur erweist sich als relativ stabil, und die Fed hebt die Zinsen ein weiteres Mal an. US-Renditen steigen im Verlauf von 2019 wieder an und erreichen zum Jahresende ein Niveau von ca. 3 %. Die Inflationsrate beträgt 2,1 %, und der US-Dollar erweist sich als relativ stabil.
- Szenario 2: Die US-Konjunktur enttäuscht. Zinssenkungen der Fed sind dann nicht auszuschließen. US-Renditen sinken auf ca. 2 % zum Jahresende 2019. Die Inflationsrate beträgt im Schnitt nur 1,8 %, und der US-Dollar wertet im Verlauf des Jahres um rund 5 % ab.

Der Goldpreis würde nur bei stark fallenden US-Renditen und einem abwertenden US-Dollar deutlich ansteigen. Diese Konstellation ist nicht völlig unplausibel, vor allem, wenn die Fed eine frühe Zinssenkung in Betracht zieht. Das Zinsdifferenzial zur Euro-Zone und anderen Ländern würde sich dann schneller einengen und den US-Dollar unter Druck setzen. Eine Eskalation der Unsicherheit wie in der Finanzkrise 2008/09 wird allerdings selbst im Falle einer konjunkturellen Eintrübung nicht erwartet. Im Szenario 2 könnte der Goldpreis

um weitere 200 US-Dollar pro Feinunze ansteigen, während im Szenario 1 das Aufwertungspotenzial weitgehend ausgeschöpft ist.

Abb. 3: Goldpreis in US-Dollar je Unze



Quellen: Bloomberg; IKB-Berechnung

Fazit: Aktuell sind es nicht Inflationssorgen, die den Goldpreis nach oben treiben, sondern Konjunkturrisiken, die wiederum die Renditen negativ beeinflussen. Enttäuscht die US-Konjunktur im Jahr 2019 und sieht sich die Fed nicht in der Lage, die Zinsen weiter anzuheben, wird dies den Goldpreis weiter stützen, auch wenn die Inflationsrate eher nach unten überraschen sollte.

Ein eskalierender Anstieg des Goldpreises ist im aktuellen Umfeld eher nicht zu erwarten. Erweist sich die US-Konjunktur zudem als relativ stabil, ist das Aufwertungspotenzial des Goldpreises bereits ausgeschöpft.

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

DAX-Gewinne versus Lohntüte: Wer wird enttäuscht?

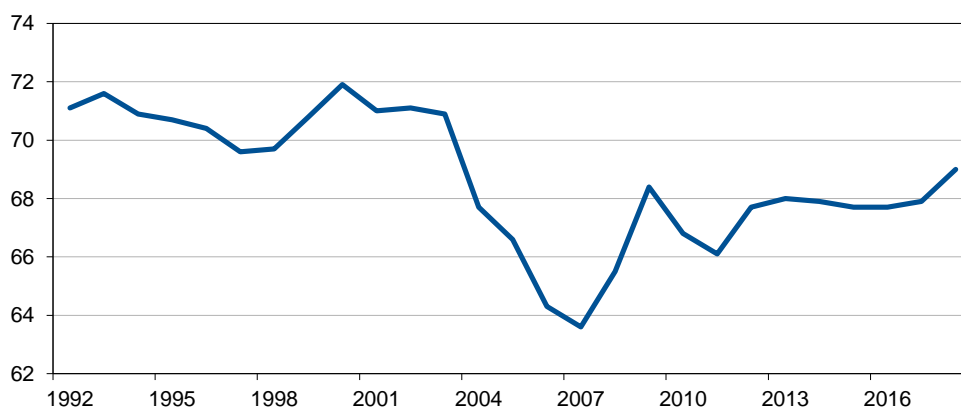
Herausforderndes Umfeld für Gewinnwachstum

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 Wachstumspfadens 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 treibt (s. *IKB-Kapitalmarkt-News 17. Januar 2019*). 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 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



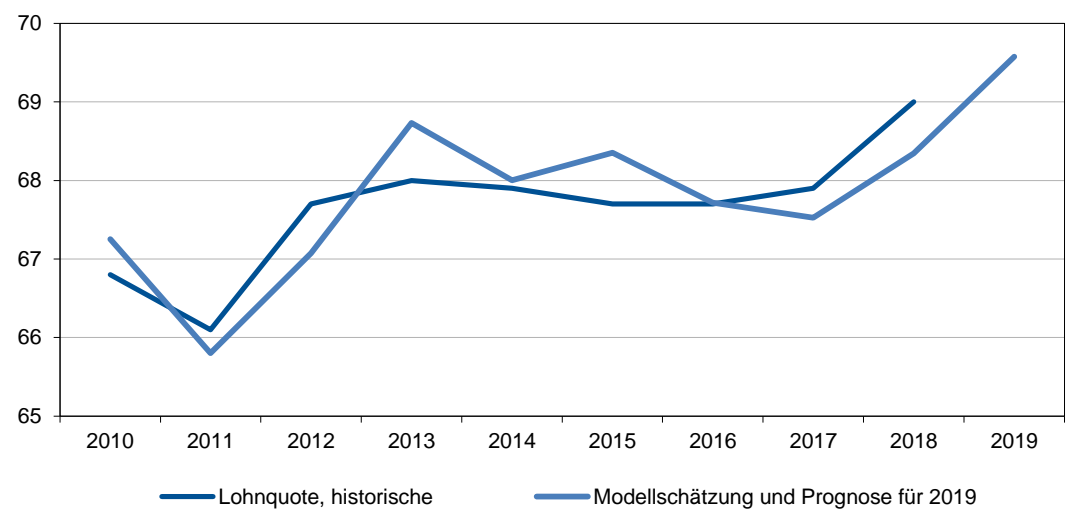
Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB

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. Infolge 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 Konjunkturzyklus und eines trägen Arbeitsmarkts zu erwarten ist. Damit ist 2019 infolge der Wachstumseintrübung mit einer weiteren Ausweitung der Lohnquote auszugehen. Schätzungen deuten darauf hin, dass die Lohnquote aufgrund eines BIP-Wachstumsrückgangs auf 1,3 % im Jahr 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 Konjunkturuntrübung durch eine steigende Lohnquote verstärken sollte. Demnach dürfte 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

Gewinnausblick für DAX-Unternehmen – realistisch oder überzogen?

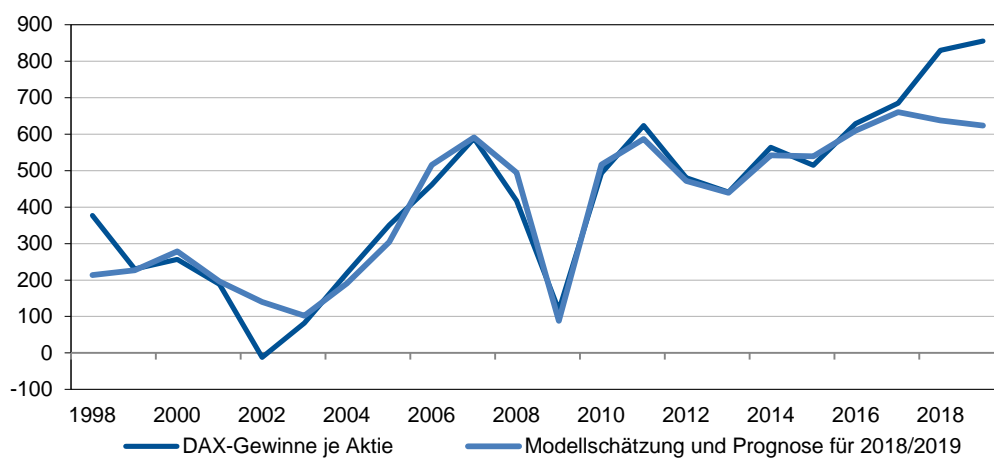
Die DAX-Unternehmen sind auf der Angebots- und Nachfrageseite global aufgestellt. Sie produzieren in globalen Märkten und für globale Märkte. Aus dieser Sicht sollte der Einfluss der deutschen Lohndynamik überschaubar sein. Allerdings zeigt sich, dass sich das deutsche BIP-Wachstum eng im globalen Wachstum 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 im Jahr 2018 (1,5 %). Auch das nominale BIP, das 2018 um 3,4 % anstieg, sollte 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 % (lag 2018 bei 1,9%) ausgegan-

gen. 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). Botton-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



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.

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

Daten auf einen Blick (29. Januar 2019)

Gesamtwirtschaft					
	Mrd. €	Reale Veränderung in % zum Vorjahr (kalenderbereinigt)			
	2017	2015	2016	2017	2018
BIP	3.277,3	1,5	1,9	2,5	1,5
Privater Verbrauch	1.732,2	1,6	1,9	2,1	
Staatsverbrauch	638,9	2,9	3,7	1,6	
Ausrüstungsinvestitionen	215,2	3,0	2,1	4,9	
Bauinvestitionen	326,6	-1,9	2,5	3,5	
Exporte	1.541,9	4,7	2,4	5,3	
Importe	1.294,1	5,2	3,8	5,6	
Verbraucherpreise		0,2	0,5	1,7	
Frühindikatoren					
Index* 2015 = 100	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Nov 18	Dez 18	Jan 19
ifo-Geschäftsklima	103,2	3,0	102,0	101,0	99,1
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Sep 18	Okt 18	Nov 18
Auftragseingänge**	107,5	6,1	107,2	107,4	106,3
Produktion und Handel**					
Index* 2015 = 100	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Sep 18	Okt 18	Nov 18
Verarbeitendes Gewerbe	104,7	3,5	105,6	105,0	103,1
Bauhauptgewerbe	109,4	6,1	119,3	116,9	116,0
Einzelhandel (ohne Kfz)	105,1	3,0	106,0	106,1	107,6
Außenhandel nominal***					
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Sep 18	Okt 18	Nov 18
Warenexporte Mrd. €	1.279,0	6,2	109,2	117,4	116,3
Warenimporte Mrd. €	1.031,0	8,0	90,9	98,4	95,7
Arbeitsmarkt**					
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Okt 18	Nov 18	Dez 18
Erw. erbstätige in Mio.	44,188	1,5	44,811	44,845	-
Arbeitslose in Mio.	2,531	-5,9	2,291	2,275	2,261
Arbeitslosenquote in %	5,7		5,1	5,0	5,0
Wechselkurse					
		24.01.19	in 6M	Ende 2019	Ende 2020
1 € = ... US-\$		1,14	1,12	1,14	1,22
1 € = ... CHF		0,87	0,85	0,88	0,88
Zinsen in %					
3-Monats-Euribor		-0,31	-0,27	-0,25	0,11
USD 3-Monats-Libor		2,78	3,00	3,11	3,00
10-jährige Bundesanleihen		0,23	0,35	0,50	0,50
10-jährige US-Staatsanleihen		2,74	3,00	2,90	2,80

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 Werbemittelung 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

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