

## Deutsche Konjunktur: Doch nicht so stark wie erhofft

- Konjunkturdaten haben im ersten Halbjahr 2018 enttäuscht.
- Wachstumsprognosen wurden zuletzt nach unten korrigiert, aber keine Rezession in Sicht.
- Abwärtsrisiken bestehen durch ein angespanntes außenwirtschaftliches Umfeld.

Die Hochstimmung in der deutschen Wirtschaft scheint zu einem Ende gekommen zu sein. Dabei ist es nur wenige Monate her, dass Konjunkturindikatoren wie der Ifo-Geschäftsklimaindex monatlich neue Allzeithöchststände markierten. Doch nicht nur hierzulande haben Wachstumsphantasien Dämpfer erhalten. Im gesamten Euroraum enttäuschten die makroökonomischen Daten im ersten Halbjahr 2018 die Analystenerwartungen. Vor allem das außenwirtschaftliche Umfeld, bedingt durch den seit März sich zuspitzenden Handelsstreit, belastete die Indikatoren. Eine baldige Rezession ist jedoch nicht zu erwarten. Trotz der nachlassenden Dynamik dürfte das Wachstum noch immer nah am Durchschnitt der letzten zwanzig Jahre liegen. Doch Risiken, nicht zuletzt aus den USA und China, bleiben.

### Schwacher Start ins erste Halbjahr

Mit viel Elan und noch mehr Euphorie sind die deutsche wie auch die europäische Wirtschaft ins Jahr 2018 gestartet, nachdem das Wachstum in der Eurozone 2017 erstmals seit der Eurokrise wieder deutlich an Dynamik zulegen konnte. Doch sowohl „weiche“ Konjunkturindikatoren wie der Ifo-Geschäftsklimaindex wie auch sog. „harte“ Indikatoren, bspw. die Industrieproduktion, ließen zuletzt Sorgen um die weitere Wirtschaftsentwicklung aufkommen. Entsprechend verhalten zeigte sich auch das gesamtwirtschaftliche Wachstum im ersten Quartal 2018. Im Vergleich zum Vorquartal stieg das Bruttoinlandsprodukt hierzulande um lediglich 0,3 %, nachdem in den beiden vorausgegangenen Quartalen das Wachstum bei 0,7 % bzw. 0,6 % gelegen hatte.

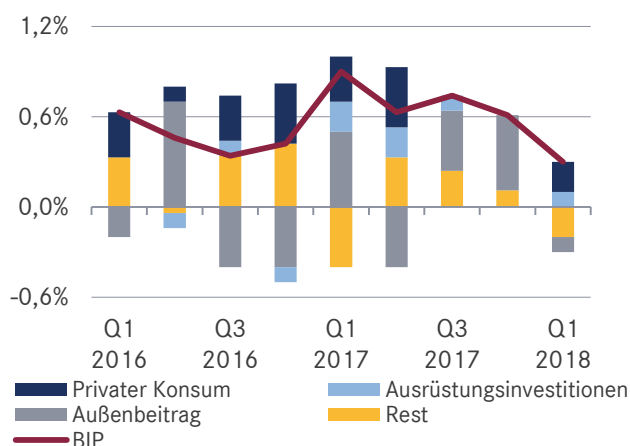
Ifo-Geschäftsklimaindex



Quelle: Datastream, apoBank

### Sondereffekte bremsen zu Jahresbeginn, aber auch mittelfristig nur durchschnittliches Wachstum

BIP-Wachstumsbeiträge Deutschland (Quartale)



Quelle: Datastream, apoBank

Eine in diesem Jahr starke Grippewelle, die zu hohen Krankenständen führte, Wetterkapriolen sowie erhöhte Streiktätigkeit in Deutschland waren eine Ursache des vergleichsweise schwachen Jahresauftakts. Diese Effekte dürften allerdings nur temporär auf das Wachstum gedrückt haben. Die Streiks weisen aber darauf hin, dass mittlerweile am Arbeitsmarkt nahezu Vollbeschäftigung herrscht. Deutliche Reallohnsteigerungen wie in den Jahren 2015 und 2016 (bedingt durch eine sehr schwache Inflation) blieben zuletzt aber noch aus. Die reale Lohnentwicklung hielt nicht Schritt mit dem Anstieg der Teuerung seit 2017. Der reale Anstieg der Tariflöhne im 1. Quartal 2018 belief sich auf lediglich 0,7 % (Ø seit 2011: 1,2 %). Bei derzeit nur geringen Reserven, um die gesamtwirtschaftliche Beschäftigung zu steigern, sowie der moderaten Lohndynamik dürfte der private Konsum, der insbesondere 2016 und Anfang 2017 wesentliche Wachstumsimpulse lieferte, langsamer ansteigen.

Im Umfeld der schon fast euphorischen Stimmung zum Ende des vergangenen Jahres lag die Vermutung nahe, dass die positive Grundstimmung in der Wirtschaft auch die Investitionstätigkeit ankurbeln würde, da viele Unternehmen in Deutschland aufgrund des bereits seit 2013 anhaltenden Wachstumsaufschwungs an ihrer Kapazitätsgrenze wirtschaften. Auch

wenn die Statistik zum ersten Quartal 2018 ein Wachstum der Investitionstätigkeit ausweist, so ist der Wachstumsbeitrag einerseits nicht allzu stark und zweitens weitestgehend auf staatliche Investitionen begrenzt. Auch in den Vorquartalen deuten die Zahlen nicht auf eine starke Belebung der Investitionen hin. Diese Entwicklung dürfte auch weiter anhalten, insbesondere vor dem Hintergrund des aufziehenden globalen Handelskonflikts, der die stark exportabhängigen deutschen Unternehmen vor steigende Unsicherheiten stellt.

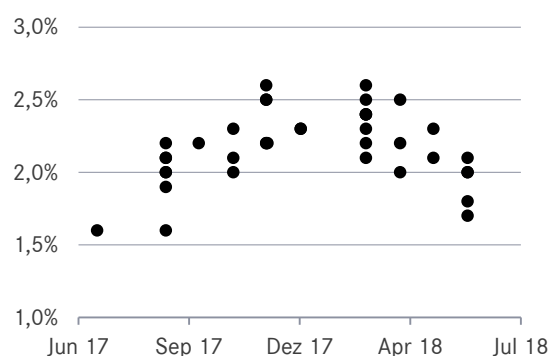
Neben der Investitionsnachfrage dürfe bei einer weiteren Eskalation des von US-Präsident Trump forcierten Handelsstreits v.a. von der Außenwirtschaft ein bremsender Einfluss ausgehen. Im zweiten Halbjahr 2017 war das Exportgeschäft der wesentliche Treiber des anhaltenden hiesigen Wachstums. Alleine der Außenbeitrag (Überschuss zwischen Export und Import) trug im dritten bzw. vierten Quartal 2017 deutlich mehr als die Hälfte zum jeweiligen Quartalswachstum bei. Dabei ist die Stärke des bremsenden Effekts schwerlich abschätzbar, da einerseits die bisher in Kraft getretenen Zölle sich (noch) auf Stahl- und Aluminiumimporte beschränken und der Umfang der zukünftigen Zollschränken kaum abzuschätzen ist (am 6. Juli treten weitere US-Zölle im Umfang von rund 34 Mrd. USD auf chinesische Importe in Kraft). Zum anderen dürfte bei einer Verschärfung des Handelskonflikts das chinesische Wachstum, das wir bereits derzeit als weniger stark einschätzen als noch im vergangenen Jahr, noch weiter leiden. Grund hierfür ist neben den außenwirtschaftlichen Risiken auch der Plan der Regierung, die Entschuldung staatlicher Betriebe voranzutreiben, um mittelfristig die Finanzstabilität zu sichern. Dies sollte ebenfalls wachstumsdämpfend wirken. Jedoch gehen wir nicht von einem starken Abfallen des Wachstums aus, da die Regierung wie in der Vergangenheit in einem solchen Fall wohl mit staatlicher Stützung bereitstünde.

### Rezessionsängste aber übertrieben

Auch wenn das Wachstum im laufenden Jahr schwächer ausfallen dürfte als noch zu Jahresbeginn erwartet, sehen wir derzeit keine Rezessionsgefahr in Deutschland und im Euroraum. Hierfür sorgt schon das geld- und fiskalpolitische Umfeld. Leitzinsen von immer noch null Prozent im Euroraum sowie geplante Mehrausgaben der Bundesregierung sollten die Binnenwirtschaft stabilisieren. Zudem dürfte sich dank eines hohen Beschäftigungsstandes auch der Konsum stabil entwickeln. Eine Abkühlung des Wachstums auf 1,5 % bis 2,0 % hierzulande ist aber auch aus struktureller Perspektive nicht verwunderlich. Eine eher moderate Investitionstätigkeit in den vergangenen Jahren, insbesondere der öffentlichen Hand, sowie eine resultierende mäßige Produktivitätsentwicklung erlauben nur sehr begrenzt Wachstumsraten von mehr als 2 %.

### Auch Konjunkturforscher werden skeptischer

#### Konjunkturprognosen Deutschland für 2018



Quelle: Bundesbank, Gemeinschaftsdiagnose, DIW, EU-Kommission, HWWI, ifo, IfW, IWF, IWH, OECD, RWI, Sachverständigenrat, apoBank

Wir sehen uns in unserer Einschätzung einer für 2018 schwächeren Wachstumsentwicklung auch durch die jüngsten Wachstumsschätzungen der Wirtschaftsforschungsinstitute bestätigt. Im Vergleich zu den Schätzungen zum Jahresauftakt zeigen die Frühjahrgutachten eine spürbare Abwärtskorrektur. In der nebenstehenden Grafik zeigt sich dies anhand der am aktuellen Rand abwärts gerichteten Punktwolke. Jeder Punkt steht hierbei für eine Wachstumsschätzung der Forschungsinstitute zum jeweils auf der horizontalen Achse ablesbaren Zeitpunkt.

### Zur Risikominderung international diversifizieren

Auch wenn das tatsächliche Wachstum nicht mit den Erwartungen an die deutsche Konjunktur zu Jahresbeginn mithalten können, so spricht der moderate Rückgang des Wachstums nicht für einen anstehenden

Bärenmarkt auf den Aktienmärkten, da die hiesige Wirtschaft nach wie vor expandiert. Die derzeitige höhere Dynamik der Wirtschaft in den USA (die Wachstumsrate dürfte 2018 wohl um 1 Prozentpunkt höher liegen als im Euroraum) führt jedoch vor Augen, welchen Nutzen eine breite Diversifikation von Anlagen schafft. Insbesondere die Gefahr eines weiter eskalierenden Handelskonflikts sowie ein schwächeres weltwirtschaftliches Wachstum bergen für deutsche Anleger mit Fokus auf dem DAX mit seiner hohen Abhängigkeit von ausländischen Märkten Risiken, höhere Verluste zu erwirtschaften als Anleger mit einem geographisch breiter gestreuten Portfolio.