



EUROZONE: MARKTTURBULENZEN DÄMPFEN KURZFRISTIGEN WACHSTUMSAUSBLICK

von Cornelia Koller

1. Deutschland

2015: Bruttoinlandsprodukt steigt im vierten Quartal erneut um 0,3 %

Die deutsche Wirtschaft setzte ihren soliden und stetigen Wachstumskurs fort im vierten Quartal 2015 fort: das Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist gegenüber dem Vorquartal erneut um 0,3 % gestiegen. Damit hat sich die Wachstumsabkühlung in China und die Rezession in einigen anderen Schwellenländern in der zweiten Jahreshälfte 2015 nur leicht bremsend auf das stark exportorientierte Deutschland ausgewirkt (das BIP-Wachstum betrug in den ersten beiden Quartalen 2015 jeweils +0,4 %).

Im Vorjahresvergleich hat sich die Wirtschaftsleistung dagegen etwas schwächer beschleunigt: Da es im Schlussquartal zwei Arbeitstage mehr als im Vorjahr und dadurch einen überdurchschnittlich starken Kalendereffekt gab, lag der kalenderbereinigte Anstieg bei 1,3 % nach 1,7 % im dritten Quartal. Für das gesamte Jahr 2015 ergibt sich nun ein kalenderbereinigtes Wirtschaftswachstum von 1,4 %, das damit etwas geringer ausgefallen ist als das im Januar vom Statistischen Bundesamt veröffentlichte vorläufige Ergebnis (+1,5 %).

Für den BIP-Anstieg im vierten Quartal 2015 sorgte vorläufigen Berechnungen des Statistischen Bundesamts zufolge hauptsächlich das Inland. Der Staat erhöhte seine Konsumausgaben deutlich, die privaten Haushalte noch einmal leicht. Darüber hinaus entwickelten sich auch die Investitionen positiv: Vor allem in Bauten wurde deutlich mehr investiert als im dritten Quartal 2015. Dagegen wurde das Wachstum von der außenwirtschaftlichen Entwicklung gebremst. Zwar nahmen die Exporte weiter zu, aber nicht so stark wie die Importe. (Detaillierte Daten zur Entwicklung der einzelnen Komponenten werden am 23. Februar veröffentlicht.)

Ausblick 2016: Marktturbulenzen bremsen Konjunkturtempo vorübergehend,...

Wir erwarten, dass die jüngsten Marktturbulenzen das Konjunkturtempo kurzzeitig dämpfen werden. So haben die Turbulenzen an den Finanzmärkten inzwischen ein so hohes Ausmaß erreicht, dass ein Rückgang des Wirtschaftsvertrauens, verbunden mit einer stärkeren Investitionszurückhaltung, immer wahrscheinlich geworden ist. Vor diesem Hintergrund dürfte sich der konjunkturelle Expansionsgrad in den kommenden Monaten abschwächen.

...aber positive Rahmenbedingungen sprechen für Fortsetzung des Wachstumskurses

Andererseits sind die Rahmenbedingungen für eine Fortsetzung des Wachstumskurses unverändert gut: Deutschland profitiert überdurchschnittlich von der ultralockeren Geldpolitik der EZB und dem historisch niedrigen Zinsniveau. Auch der schwache Euro und die stark gesunkenen Ölpreise wirken stimulierend. Vor diesem Hintergrund hat sich die deutsche Konjunktur – wie die heutigen Daten gezeigt haben – bisher auch recht widerstandsfähig gegenüber den externen Schocks erwiesen.

Aber inzwischen weisen die Stimmungsindikatoren und die jüngsten Daten aus dem verarbeitenden Gewerbe erste Bremsspuren auf. Auftragseingänge und Industrieproduktion gingen zuletzt gegenüber dem Vormonat zurück (-0,7 % bzw. -1,2 %). Darüber hinaus hat sich auch das Ifo-Geschäftsklima eingetrübt: die Unternehmen stuften die Konjunkturaussichten in den letzten beiden Monaten weniger optimistisch ein als zuvor. So treffen die Unsicherheit und das weniger dynamische Wachstum in China sowie die Rezession in einigen Schwellenländern wie Brasilien das stark exportorientierte Deutschland mehr als andere westliche Industrienationen.

Abgefedert wird der gedämpfte Exportausblick durch die anhaltend robuste Binnennachfrage. Solider Wachstumspfeiler wird dabei auch 2016 der Konsum bleiben, der durch die weiter zunehmende Beschäftigung (viertes Quartal 2015: +412.000 Erwerbstätige bzw. 1,0 % mehr als vor einem Jahr), steigende Löhne (2015 real: +2,5 %) und die geringe Inflation (Januar 2016: 0,5 %) sowie das niedrige Zinsniveau gestützt wird. Vor diesem Hintergrund hat sich das GfK-Konsumklima auf seinem hohen Niveau gehalten: die Anschaffungsneigung und die Konjunkturerwartungen sind zuletzt wieder leicht gestiegen und zeigen laut GfK, dass die Konsumfreude immer noch sehr ausgeprägt ist. Wir erwarten zudem, dass die Flüchtlingswelle zu zusätzlichen Staats- und Konsumausgaben führen wird.

Sobald sich die Unsicherheiten über die Entwicklung in den Emerging Markets legen und die Wogen an den Finanzmärkten wieder glätten werden, sollten auch die Unternehmen neues Vertrauen gewinnen und wieder etwas mehr in Maschinen und neue Anlagen investieren. Darüber hinaus bleiben die Finanzierungsbedingungen enorm günstig. Auch die Baukonjunktur, insbesondere der Wohnungsbau, wird weiter vom niedrigen Zinsniveau profitieren. Nicht zuletzt erhalten die Exporte von der fortschreitenden Konjunkturbelebung des Euroraums sowie der noch immer robusten Nachfrage aus den USA und Großbritannien – gestützt durch den schwachen Euro – Rückenwind. Dies kann den Nachfragerückgang aus China und den Emerging Markets zu einem großen Teil auffangen.

Nach einer leichten Wachstumsdelle im ersten Halbjahr 2016 erwarten wir, dass die Konjunktur in Deutschland ab dem Sommer wieder stärker zulegen wird.

2. Eurozone

2015: Bruttoinlandsprodukt steigt im vierten Quartal ebenfalls erneut um 0,3 %

Auch in der Eurozone hat sich das Wachstumstempo im vierten Quartal 2015 verstetigt: Basierend auf der ersten Schnellschätzung von Eurostat stieg das BIP wie schon im dritten Quartal erneut um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Im Vorjahresvergleich wuchs die Wirtschaftsleistung um 1,5 % (drittes Quartal 2015: +1,6 %). Damit ist das BIP im Jahresdurchschnitt 2015 um 1,5 % nach 0,9 % im Jahr 2014 gewachsen.

Wachstumsstar unter den großen Euroländern war erneut Spanien, das vom boomenden Tourismus, anziehenden Exporten und Konsumausgaben profitierte. Der BIP Zuwachs betrug wie schon im dritten Quartal 0,8 %.

In Frankreich hat die Wirtschaft dagegen wieder etwas Schwung verloren. Nach +0,3 % im dritten Quartal wuchs das BIP im vierten Quartal nur noch um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal. So dämpften die Anschläge vom November das Konsumverhalten der Verbraucher und der private Konsum schrumpfte um 0,4 %. Erneut machte sich die unzureichende Wettbewerbsfähigkeit wachstumsbremsend bemerkbar: Die Exporte wuchsen mit 0,6 % deutlich geringer als die Importe (+1,6 %). Erfreulich dagegen: Die Unternehmensinvestitionen expandierten um 0,8%, dem höchsten Zuwachs seit Beginn der Finanzkrise.

Etwas schwächer aufwärts ging es auch in der drittgrößten Volkswirtschaft der Eurozone: Italien wies nur noch einen BIP-Zuwachs von 0,1 % nach +0,2 % im dritten Quartal und +0,3 % im zweiten Quartal auf.

Überdurchschnittliches Wachstum konnten neben Spanien Estland (+1,2 %), die Slowakei (+1,0 %), Litauen (+0,5 %) und Zypern (+0,4 %) verzeichnen. Die Niederlande und Belgien wuchsen wie Deutschland jeweils um 0,3 %, Portugal nur noch um 0,2 %. Österreich und Lettland stagnierten. Rückläufig war das BIP in Griechenland (-0,6 %) und in Finnland (-0,1 %). (Angaben jeweils gegenüber dem Vorquartal).

Ausblick 2016: Nach leichter Konjunkturdelle ab Sommer wieder mehr Rückenwind für die Konjunktur

Auch für die gesamte Eurozone haben die aktuellen Marktturbulenzen unseren kurzfristigen Wachstumsausblick etwas eingetrübt. Angesichts der erhöhten Unsicherheit werden die Unternehmen vermutlich vorsichtiger agieren und einige Investitionen zurückstellen. So haben sich Frühindikatoren, wie das Industrie- und das Verbrauchervertrauen sowie die Einkaufsmanagerindizes, zuletzt bereits eingetrübt.

Wir erwarten aber, dass die Eurokonjunktur nach einer vorübergehenden Wachstumsdelle ihren moderaten Wachstumskurs ab Sommer wieder aufnehmen wird. Unser Optimismus stützt sich neben dem Rückgang der Ölpreise und der Abwertung des Euro vor allem auf den starken Rü-

ckenwind, den die Konjunktur durch die Geldpolitik erhält. So hat die extrem lockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) inzwischen die Realwirtschaft erreicht und stützt Banken, Unternehmen und Verbraucher mit ausreichend Liquidität zu historisch niedrigen Zinsen. Laut der jüngsten vierteljährlichen Umfrage der EZB zur Kreditvergabe der Banken haben die Institute ihre Kreditvergeberichtlinien für Unternehmens- und Konsumentenkredite zuletzt weiter gelockert und die Liquiditätsmaßnahmen der EZB haben zu einer verstärkten Kreditvergabe geführt. Die Kreditnachfrage der Unternehmen ist im vierten Quartal 2015 weiter gestiegen, auch Konsumenten- und Immobilienkredite zogen an. Für das erste Quartal 2016 erwarten die Banken zudem eine weitere Lockerung der Konditionen und eine weiter anziehende Nachfrage.

Mit Blick auf mögliche Deflationsgefahren durch den kräftigen Rückgang der Ölpreise, die Wachstumsabschwächung in China und in anderen Schwellenländern sowie die erhöhte Volatilität an den Finanz- und Rohstoffmärkten hat die EZB zudem signalisiert, ihre Geldpolitik wenn nötig weiter zu lockern und ihr Wertpapierankaufprogramm gegebenenfalls über den März 2017 hinaus zu verlängern oder das Ankaufvolumen zu erhöhen. Wir erwarten, dass die EZB ihren Worten nächsten Monat Taten folgen lassen wird und ihr monatliches Ankaufvolumen von 60 Mrd. Euro auf 75 Mrd. Euro erhöhen wird. Auch ein erneutes Senken des Einlagesatzes um 10 Basispunkte auf dann $-0,40\%$ halten wir für wahrscheinlich. Die Zinswende in der Eurozone liegt damit in weiter Ferne: die EZB wird ihren Leitzins mindestens bis Ende 2017 bei $0,05\%$ belassen.

Wir erwarten unverändert, dass die Binnennachfrage, vor allem der private Konsum, wesentliche Konjunkturstütze sein wird. So wird die Arbeitslosigkeit (Dezember 2015: $10,4\%$) im Zuge der konjunkturellen Belebung weiter zurückgehen und die Reallöhne werden bei anhaltend niedriger Inflation (Januar 2016: $0,4\%$) steigen. Neben den gesunkenen Energieausgaben können darüber hinaus die niedrigen Finanzierungskosten dazu beitragen, die Investitionstätigkeit der Unternehmen tendenziell anzuregen. Zudem ist der Spielraum für die Staatsausgaben mit der konjunkturellen Erholung und dem Auslaufen der Austeritätsmaßnahmen inzwischen wieder größer geworden, sodass die Fiskalpolitik leicht expansiv wirkt.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Wirtschaft der Eurozone nach einem kurzzeitigen Rückschlag ab Sommer wieder mehr Fahrt aufnehmen wird. Risiken für unseren Ausblick sehen wir unverändert weniger auf der wirtschaftlichen, denn auf der politischen Seite (Aufstieg rechtspopulistischer Parteien, Brexit). Hinzugekommen ist nun allerdings das Risiko länger anhaltender Marktturbulenzen.



IMPRESSUM

Makro-Team Hamburg

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

Wolf-Fabian Hungerland
+49 40 350 60-8165 | wolf-fabian.hungerland@berenberg.de

Cornelia Koller
+49 40 350 60-198 | cornelia.koller@berenberg.de

Wolfgang Pflüger
+49 40 350 60-416 | wolfgang.pflueger@berenberg.de

Dr. Jörn Quitzau
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

Berenberg Makro erscheint
zu folgenden Themen:

- Konjunktur
- Geldpolitik
- Währungen
- Rohstoffe
- Emerging Markets
- Osteuropa
- Trends

www.berenberg.de/publikationen