

Konjunktur und Märkte – KW 8

Liebe Leserinnen und Leser,

auf folgende Nachrichten und Einordnungen möchten wir diese Woche Ihren Blick lenken:

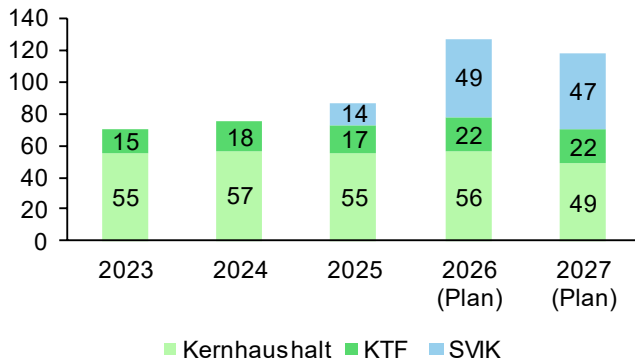
- **Der Abfluss der investiven Ausgaben aus den Sondervermögen und dem Bundeshaushalt hat sich Ende 2025 beschleunigt.** Erwartungsgemäß sind die geplanten investiven Ausgaben des Bundes im vergangenen Jahr nicht vollständig abgeflossen. Ursächlich war vor allem, dass die Überweisung von Investitionsmitteln aus dem SVIK an die Bundesländer aufgrund von noch fehlenden rechtlichen Grundlagen verschoben werden musste. Mit 75 % lag die Abflussquote 2025 niedriger als in den Vorjahren, gemessen am ambitionierten Investitionsziel ist die Quote aber recht hoch. Insgesamt sind die investiven Ausgaben des Bundes 2025 um 12,3 Mrd. Euro bzw. rund 17 % auf 86,8 Mrd. Euro angestiegen. Unterjährig hat sich der monatliche Abfluss im Oktober nach der Verabschiedung des Bundeshaushalts und der Implementierung des Sondervermögens (SVIK) deutlich beschleunigt. Sollte das Tempo aus den letzten Monaten in diesem Jahr tatsächlich beibehalten werden, könnte sogar das Investitionsziel von 126,7 Mrd. Euro erreicht werden. Was genau aus dem SVIK finanziert wird, kann [hier](#) nachgelesen werden.
- **Innovative und bei der Digitalisierung aktive Mittelständler haben größere Schwierigkeiten beim Zugang zu Investitionskrediten.** Die Wahrscheinlichkeit, dass Kreditverhandlungen über Investitionskredite scheitern, liegt bei innovativen bzw. digitalisierungsaktiven Unternehmen um +7 bzw. +3 Prozentpunkte höher. Um das auszugleichen, müssten sie eine deutlich bessere Bonität vorweisen, was oftmals jedoch nicht der Fall ist. Die Ursachen liegen in den schwer kalkulierbaren Risiken von Innovations- und Digitalisierungsprojekten, die das gesamte Unternehmensrisiko erhöhen. Auch investieren innovative und digitalisierungsaktive Unternehmen vermehrt in immaterielles Vermögen und weniger in klassische Sachanlagen. Da immaterielle Vermögenswerte bislang nicht als bankübliche Kreditsicherheiten etabliert sind, stehen diesen Unternehmen weniger Sicherheiten zur Verfügung, was die Kreditaufnahme zusätzlich erschwert ([Link zur Studie](#)).
- **Alle Unternehmen sind von Biodiversität abhängig, und alle beeinflussen sie.** Dies ist die Kernaussage eines [neuen Berichts des Weltbiodiversitätsrats IPBES](#). Darin wird der Verlust von Biodiversität und Ökosystemen als kritisches systemisches Risiko für die Weltwirtschaft bezeichnet. Ökosystemleistungen wie z.B. die Regulierung des Klimas und der Luft-, Wasser- und Bodenqualität, die natürliche Bestäubung und der Schutz vor Hitze und Überschwemmung sind seit 50 Jahren stark rückläufig. Diese „regulierenden“ Ökosystemleistungen sind maßgeblich von Biodiversität abhängig, die Ökosysteme produktiv und resilient macht. Zwischen 1992 und 2014 hat sich das Pro-Kopf-Sachkapital weltweit verdoppelt, während das Naturkapital um 40 % geschrumpft ist. Die vom IPBES angemahnte Transformation zu einem nachhaltigeren Umgang mit der Natur erfordert veränderte Anreize für Unternehmen, unter anderem durch den Abbau umweltschädlicher Subventionen, die eine [aktuelle UN-Studie](#) auf jährlich 2,4 Billionen USD beziffert.

Nachfolgend finden Sie 1) die Charts der Woche sowie weitere Informationen zu 2) Konjunktur und 3) Finanzmarktentwicklung.

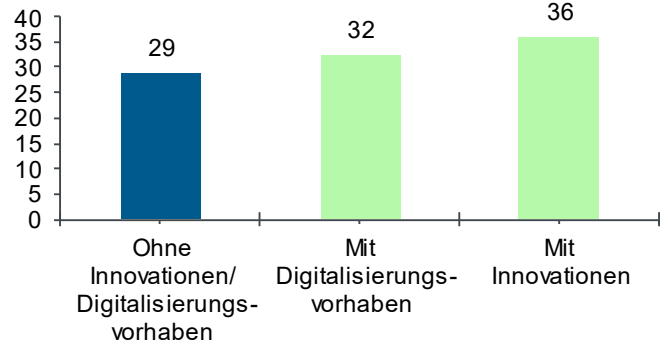
Ihr Dirk Schumacher

1. Chart(s) der Woche

Investive Ausgaben des Bundes



Scheitern von Kreditverhandlungen (Wahrscheinlichkeit in %)

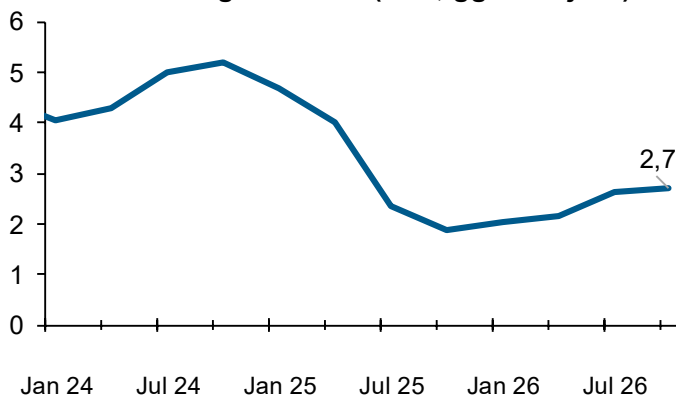


Quelle: BMF, KfW Research.

Quelle: KfW-Mittelstandspanel.

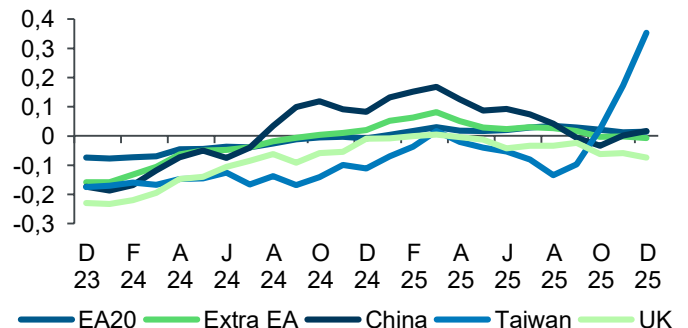
2. Konjunktur

EZB-Wage Tracker (in %, ggü. Vorjahr)



Quelle: EZB, Macrobond.

Euroraum Importe (in €, 3M-MA, in % ggü. Vorjahr)



Quelle: Eurostat.

• **Die Aktualisierung des EZB-Wage Trackers deutet auf eine schwächere Lohndynamik in der Eurozone im Jahr 2026 hin.** Auf Basis der bis Mitte Januar 2026 abgeschlossenen Tarifverträge wird zum Jahresende ein Anstieg der Tarifverdienste um 2,7% erwartet (s. Grafik). Die Beschleunigung im Jahresverlauf ist dabei weitgehend auf einen mechanistischen Effekt durch die Einmalzahlungen zum Inflationsausgleich in den Vorjahren zurückzuführen. Die andauernde Lohnmoderation wird mit Blick auf die jahresdurchschnittliche Entwicklung besser deutlich. Für 2025 erfasst die EZB ein Tariflohnwachstum von 3,2, für das laufende Jahre von 2,4 %. Allerdings werden von den bis Ende 2026 gültigen Tarifvereinbarung nur rund 30% der europäischen Beschäftigten erfasst. In Deutschland allein stehen in diesem Jahr Tarifverhandlungen für rund 10 Mill. Beschäftigte an. Gemessen an der Gesamtzahl der Erwerbstätigen von rund 45 Mill. ist dies ein erheblicher Anteil.

• **Das Warenbilanzsaldo des Euroraums verbesserte sich im vierten Quartal im Vorjahresvergleich.** Während die Einfuhren um rund 0,7% zurückgingen, verzeichneten die Ausfuhren ein leichtes Plus von 0,2% (auf Basis der Durchschnitte der kalender- und saisonbereinigten Handelsmengen ohne Preiseffekte). Die Handelsströme mit den Einzeländern entwickelten sich jedoch heterogen. Die Exporte in die USA gingen zollbedingt um 17 % zum Vorjahr zurück. Dieser Rückgang wurde teilweise durch deutliche Zuwächse bei den Exporten in die Schweiz (+18 %) und nach Norwegen (+10 %) kompensiert. Zudem stabilisierten sich die zuvor schwachen Ausfuhren nach China (+ 1,6 %). Importeure aus dem Euroraum reduzierten ihre Einfuhren vom wichtigen Handelspartner UK (-7,3%), während sie mehr aus Taiwan (+35%) bezogen. Trotz eines moderaten Importwachstums aus China (+1,7 %) ist das Risiko einer Importflut aus China

nicht gebannt: Die European Import Surveillance Task Force weitete in ihrem Dezember-Bericht die Liste der Produktkategorien aus, die potenziell durch schädliche chinesische Importe gefährdet sind.

- **US-Daten geben Rückenwind für die Fed: Inflation sinkt bei robusterem Arbeitsmarkt.** Die US-Wirtschaft untermauert das Szenario einer „sanften Landung“, da die Inflation im Januar überraschend deutlich auf 2,4 % sank (Vormonat: 2,8 %) und die Arbeitslosenquote unerwartet von 4,4 % auf 4,3 % zurückging. Trotz punktueller Entlassungswellen übertraf auch der Stellenaufbau mit 130.000 Neubesetzungen im Januar die Erwartungen deutlich, was der Federal Reserve Spielraum für künftige Zinsschritte geben dürfte. Vorsicht ist dennoch geboten, da die aktuellen Daten durch massive Abwärtsrevisionen des Vorjahres relativiert werden. Neue Berechnungen des Bureau of Labor Statistics korrigierten den Stellenzuwachs für 2025 um rund 400.000 Jobs nach unten, was das vergangene Jahr als das schwächste seit der Pandemie entlarvt. Auch die aktuellen Januar-Zahlen könnten in kommenden Berichten noch korrigiert werden.

3. Finanzmarktentwicklung

- **Zinsen: Deutlicher Rückgang der Renditen.** In der vergangenen Woche sind sowohl die Swapsätze, im Euroraum aber insbesondere in den USA, über alle Laufzeitenbereiche hinweg kräftig gesunken. Hauptursache für diese Entwicklung war die „risk-off“-Stimmung der Marktakteure aufgrund enttäuschender Unternehmensdaten von Tech-Unternehmen. Außerdem signalisierten die US-Inflationsdaten einen etwas geringeren Preisdruck als von den Marktteilnehmern erwartet. Sowohl die EUR- als auch die USD-Swapkurve hat sich moderat um 5 bzw. 6 Basispunkte verflacht. Die Steilheit der EUR-Swapkurve (10 Jahre – 2 Jahre) liegt nun bei 58 Basispunkten, während die der USD-Swapkurve (10 Jahre – 2 Jahre) bei 40 Basispunkten liegt.
- **Spreads: Weiterhin ruhiges Fahrwasser.** Die Spreads 10-jähriger Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen in der Euro-Peripherie haben sich im Berichtszeitraum kaum verändert. Noch die größten Veränderungen verzeichneten 10-jährige französische und italienische Staatsanleihen mit einer Spreadeinengung von jeweils 2 Basispunkten.
- **FX: Euro gegenüber US-Dollar etwas stärker, im Vergleich zum Yen schwächer.** Im Verlauf der vergangenen Woche hat sich der Euro relativ zum US-Dollar etwas um 0,4% verteuert. Eine Ursache hierfür sind die deutlich gesunkenen US-Zinsen. Dagegen gab der Euro im Vergleich zum japanischen Yen um 2% nach. Ein Grund hierfür waren die wiederholten Beteuerungen von Premierministerin Sanae Takaichi ihr geplantes Fiskalpaket weitestgehend nicht über zusätzlich Schulden finanzieren zu wollen. Gegenüber den Schwellenländerwährungen tendierte der US-Dollar schwächer. Den größten Verlust, um 0,8%, verzeichnete der Greenback im Vergleich zum südafrikanischen Rand. Zu dieser Entwicklung trugen auch positive Erwartungen an das in Kürze zu veröffentlichende Budgetdefizit des südafrikanischen Staates bei.
- **Aktien: Schwächere US-Indizes, Nikkei-Index weiterhin stark.** Während der DAX 40-Index etwas zulegen konnte, verzeichneten die amerikanischen Aktienmärkte, aufgrund einer vorsichtigeren Einschätzung der zukünftigen Gewinne bei Tech-Unternehmen, moderate Verluste. Demgegenüber legte der Nikkei 225-Index in Erwartung der expansiven Fiskalpolitik einer nun gestärkten LDP-Regierung kräftig um knapp 5% zu.
- **Rohstoffe: Teilweise deutliche Preisrückgänge.** Der Preis für Erdgas (TTF) verbilligte sich im Berichtszeitraum erneut merklich um 12,5% auf 30,9 EUR/MWh. Haupttreiber sind die Erwartung einer mildereren Witterung in Europa und weiter wachsender LNG-Kapazitäten. Auch der Strompreis gab deutlich um 8,5% auf 76,3 EUR/MWh nach. Dagegen blieb der Rohöl-Preis der Sorte Brent nahezu unverändert bei 67,6 USD/bbl.