

Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

Autoren/Ansprechpartner: Volkswirtschaft und Research IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Kurt Demmer, Chefvolkswirt
+49 211 8221 4488
Kurt.Demmer@ikb.de

Dr. Klaus Bauknecht,
Ökonometrie/Kapitalmarkt
+49 211 8221 4118
Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

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

Lindsay Burger
Lindsay.Burger@ikb.de

Ralf Heidrich
Ralf.Heidrich@ikb.de

Margit Hogenkamp
Margit.Hogenkamp@ikb.de

Dr. Günter Kann
Guenter.Kann@ikb.de

Lars Kolbe
Lars.Kolbe@ikb.de

Robert Gülpers,
Corporate Analysis
Robert.Gulpers@ikb.de

Timo Schlichting,
Corporate Analysis
Timo.Schlichting@ikb.de

Petra Heidrich, Redaktion/
grafische Umsetzung
Petra.Heidrich@ikb.de

Konjunktur Deutschland: Fulminanter Start ins Jahr 2011 mit zunehmend ausgewogenem Wachstumsprofil 2

Starker Wachstumsschub im ersten Quartal • Neue Qualität des Wachstums: ausgewogene Dynamik • Inlandskräfte bieten zunehmend Wachstumsimpulse • BIP-Wachstum 2011: 3,5 %

Kapitalmärkte: US-Konjunktur überrascht negativ und verringert Wahrscheinlichkeit einer kurzfristigen US-Zinswende 4

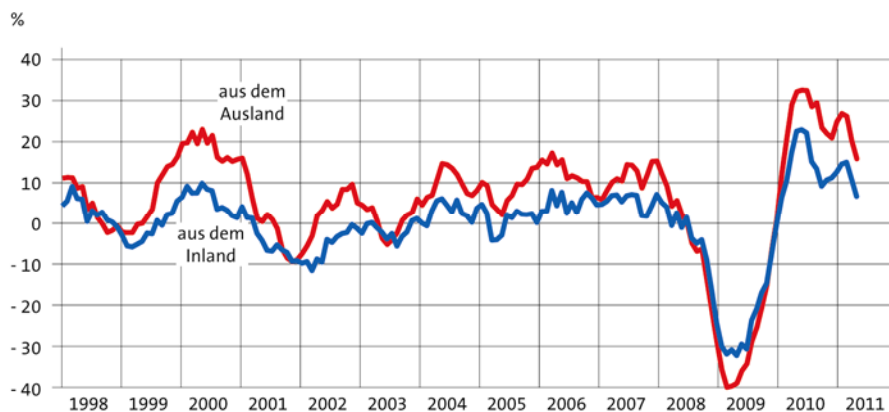
US-Arbeitsmarkt enttäuscht die Märkte • Strukturelle Probleme belasten grundsätzliches US-Wirtschaftsbild • US-Wachstumsrisiken trüben Fed-Einschätzung • US-Zinswende wird unwahrscheinlicher

US-Update: Konjunktur und US-Dollar — es fehlt an Überzeugungskraft 6

US-Wachstumsmodell verliert an Glaubwürdigkeit • Hohe Arbeitslosigkeit und Entschuldung der privaten Haushalte wirken wachstumshemmend • BIP-Wachstum 2011 in USA: 2,5 %
• US-Konjunkturbild prägt strukturelle Schwäche des US-Dollar gegenüber dem Euro

Daten auf einen Blick 10

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes



Quelle: Statistisches Bundesamt (reale gleitende 3-Monats-Zuwachsraten)

IKB-Prognosen 2011

Reale Veränderung in %

BIP-Wachstum	3,5
Privater Verbrauch	1,8
Ausrüstungen	13,4
Bauinvestitionen	4,5
Exporte	8,6
Importe	6,9

Konjunktur Deutschland: Fulminanter Start ins Jahr 2011 ...

Die Wirtschaftsleistung in Deutschland ist im ersten Quartal um 1,5 % zum Vorquartal gestiegen. Im Vergleich zum Vorjahreszeitraum ergab sich sogar eine Erhöhung um 5,2 % – eine Wachstumsrate, die seit der Wiedervereinigung noch nie erreicht wurde. Mit diesem fulminanten Anstieg des BIP wurde das Vorkrisenniveau viel schneller erreicht als erwartet.

Besonders hervorzuheben ist, dass sich der Aufschwung für deutsche Verhältnisse extrem ausgewogen darstellt. Nicht nur die Exportstärke, sondern auch die Belebung der Binnenwirtschaft brachte Impulse. Dabei verliefen die Ausfuhren weiterhin dynamisch trotz auslaufender Konjunkturprogramme und der Haushaltskonsolidierung in Europa. Hier profitieren die deutschen Exporteure besonders von ihrer regionalen Diversifizierung in Verbindung mit der hohen Investitionsgüternachfrage der Schwellenländer. Das robuste weltwirtschaftliche Wachstum, das sich fortsetzen sollte, dürfte die deutsche Ausfuhrdynamik weiter stützen.

Der Exportsektor bleibt dabei eine wichtige Determinante für die Binnenwirtschaft. Nicht nur, dass die inländische Produktion infolge der Absatzerfolge im Ausland bereits vielfach wieder ihre Kapazitätsgrenze erreicht hat und daher die Nachfrage nach Investitionsgütern weiter steigen dürfte. Auch ist der exportorientierte industrielle Sektor von großer Bedeutung für die Schaffung von Arbeitsplätzen.

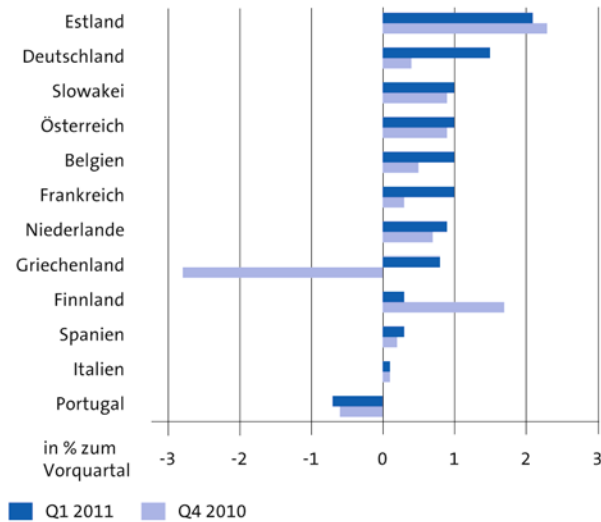
Die wiedererlangte Stärke des Binnenmarktes zeigt sich nicht nur in einer Zunahme der Investitionsgüternachfrage und des Privaten Konsums, sondern auch in der anziehenden Importnachfrage. Deutschland ist damit zum wirklichen Wachstumstreiber der Eurozone geworden (s. die Grafik auf S. 3 oben). Hiervon dürften auch zunehmend die Nachbarländer profitieren.

Die heimische Nachfrage nach Investitionsgütern verläuft anhaltend dynamisch. Die vollen Auftragsbücher, der hohe Auslastungsgrad und günstige Finanzierungsbedingungen sollten die Unternehmen veranlassen, weiter kräftig in Ausrüstungen zu investieren.

Die neue Qualität des Aufschwungs in Deutschland dokumentiert sich vor allem darin, dass neben den Investitionen in Ausrüstungen nun auch die Bauinvestitionen und der Private Konsum zur wirtschaftlichen Entwicklung beitragen. Im Vergleich zum Vorkrisenjahr 2007 (s. die mittlere Grafik auf S. 3) hat sich das Wachstumsmuster – deutlich hin zu mehr inländischen Impulsen – verändert.

... mit zunehmend ausgewogenem Wachstumsprofil

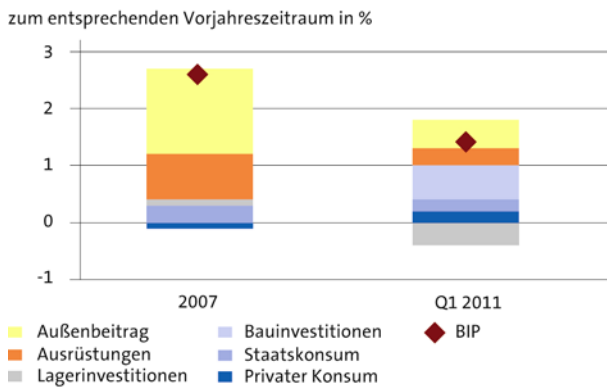
BIP-Wachstumsraten Euroland



Quelle: Eurostat

Der Private Verbrauch legte fünf Quartale in Folge zu. Denn die sinkende Arbeitslosigkeit und wieder schneller steigende Löhne geben den Haushalten den finanziellen Spielraum, die Ausgaben stärker ansteigen zu lassen. Zudem wurde der Private Konsum im Schlussquartal 2010 deutlich nach oben revidiert. Das nach alter Rechnungslegung scheinbar ausgefallene Weihnachtsgeschäft hat also doch stattgefunden. Damit mussten wir unsere Prognose für den Privaten Verbrauch nach oben anpassen. Aktuell gehen wir davon aus, dass der Private Konsum 2011 um 1,7 % zulegen dürfte – ein Wert, der deutlich über dem langjährigen Durchschnitt von 0,4 % (seit 2001) liegt.

BIP-Wachstumsbeiträge



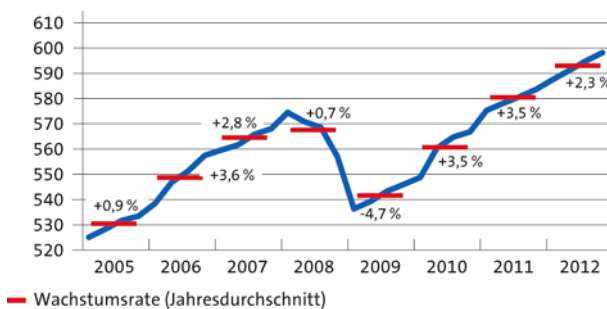
Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB

Auch die Bauinvestitionen liefern erstmals wieder signifikante Impulse für das Wachstum in Deutschland. Sicherlich gab es einen Nachholeffekt, bedingt durch den starken Wintereintrich. Doch der Anstieg der Bauinvestitionen im ersten Quartal übertraf den Rückgang zuvor deutlich. Zudem deuten die starken Auftragsgänge der Bauindustrie auf weiteres Wachstum hin.

Bruttoinlandsprodukt

Entwicklung des realen vierteljährlichen BIP

Mrd. €

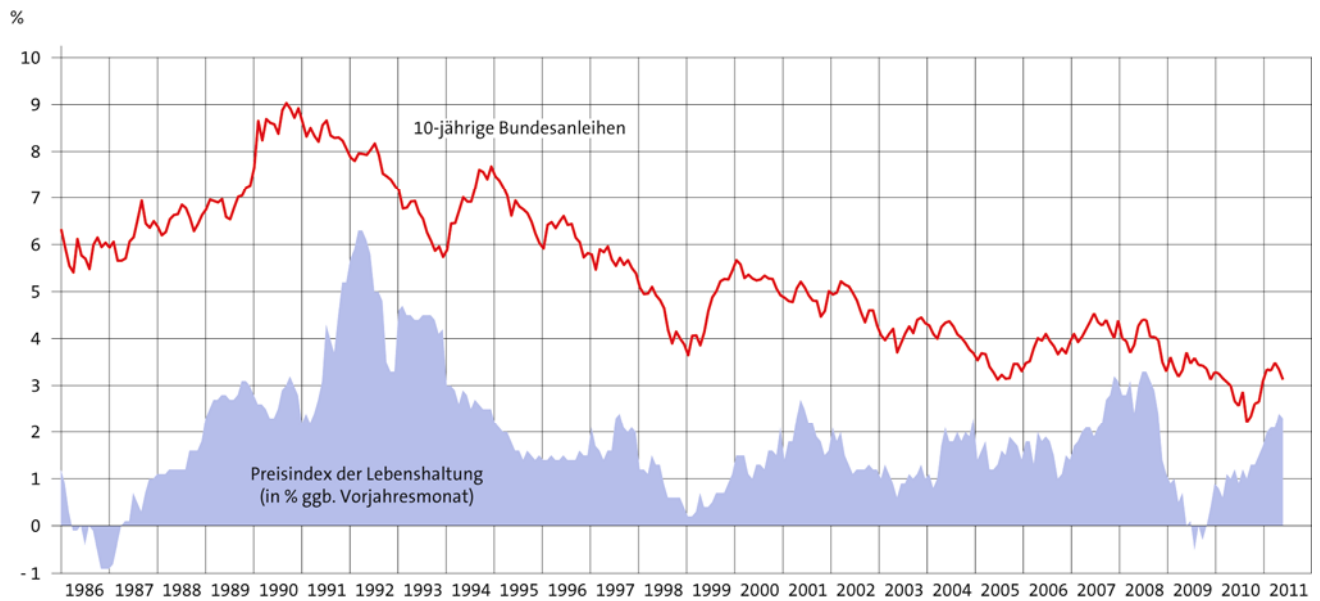


Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Prognose

Angesichts der in zahlreichen Wirtschaftsbereichen geplanten Kapazitätserweiterungen ist mit einem erhöhten Bedarf an Werkshallen und Bürogebäuden zu rechnen. Auch die Belebung des Wohnungsbaus ist bemerkenswert. Gestiegene Auftragseingänge, steigende Immobilienpreise und -mieten sowie günstigere Finanzierungsbedingungen deuten auf eine signifikante Belebung hin. Damit sollten insbesondere der Wohnungsbau – aber auch mit Abstrichen der gewerbliche Hochbau – erstmals seit Jahren wieder signifikante Impulse liefern.

Aufgrund des in der Höhe überraschend starken Wachstums zu Anfang des Jahres revidieren wir unsere BIP-Prognose nach oben auf nunmehr Plus 3,5 % für 2011. Denn selbst mit keinen weiteren Zuwächsen in den nächsten Quartalen würde sich bereits ein BIP-Wachstum von 2,7 % ergeben. Da die Dynamik des ersten Quartals durch Sondereffekte geprägt war, ist im weiteren Verlauf von einer Verlangsamung der Dynamik auszugehen.

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate



Quellen: Statistisches Bundesamt; Deutsche Bundesbank



Kapitalmärkte: US-Konjunktur überrascht negativ ...

US-Dollar/Euro-Wechselkursentwicklung



Quelle: Bloomberg



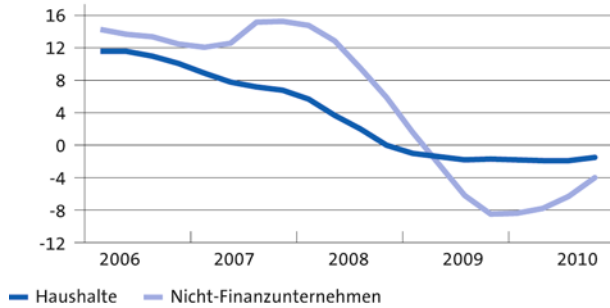
Wieder einmal wurden die Märkte von der konjunkturellen US-Erholung negativ überrascht und das gleich mehrfach: Sowohl die Häuser- und Arbeitsmarktdaten als auch der ISM-Index fielen schlechter aus als erwartet. Es waren jedoch vor allem die Arbeitsmarktzahlen, die Bewegung in die Finanzmärkte brachten, denn die USA haben im April nur etwa ein Viertel der zuvor erwarteten Stellen geschaffen. Ein konsumgetriebenes Wachstumsmodell ist mit solchen Zahlen auf Dauer nicht haltbar. Die resultierenden Entwicklungen der Langfristzinsen haben den US-Dollar deutlich unter Druck gesetzt.

Die US-Wirtschaft befindet sich im siebten Quartal ihrer konjunkturellen Erholung, doch bleibt das Erholungsbild angesichts von strukturellen Problemen generell mit Zweifeln belastet: Jegliche Konjunkturdaten, welche die Markterwartungen enttäuschen, verursachen eine Welle von Pessimismus an den Kapitalmärkten und selbst kurzfristige Indikatoren der Wirtschaftsleistung gelten als Signale der zukünftigen US-Entwicklung. Dies haben die Arbeitsmarktzahlen in der letzten Woche nochmals verdeutlicht. Es scheint, dass das durch die Binnennachfrage getriebene Wachstumsmodell nach mehreren Phasen der Niedrigzinspolitik, diverser Kapitalmarktblasen und hoher privater Verschuldung an Glaubwürdigkeit verloren hat. Diese Sicht scheint vor allem auf den Kapitalmärkten zu gelten, denn das Niveau der 10-Jahreszinsen liegt deutlich unterhalb des nominalen Wachstums. So zeigt der Zinsmarkt weiterhin eine große Skepsis bezüglich der konjunkturellen US-Erholung. Zudem bestätigt die Fed dieses Bild in ihren Kommentaren, wenngleich ihre Prognosen ein doch deutlich besseres Konjunkturbild darstellen. Die Wachstumsrisiken scheinen weiterhin die geldpolitischen Einschätzungen zu trüben, denn nur so sind die Wachstumsprognosen der Fed mit ihrer gegenwärtigen Zinspolitik in Einklang zu bringen.

... und verringert Wahrscheinlichkeit einer kurzfristigen US-Zinswende

Kreditvergabe USA

in % gegenüber Vorjahresquartal



Quellen: Fed; IKB

Das US-Wirtschaftsbild bleibt mit Risiken behaftet und deutlich positive Überraschungen sind angesichts der Strukturprobleme eher unwahrscheinlich. Hier scheint es auch angebracht zu sein, die eskalierende Staatsverschuldung anzuführen, da von ihr in den nächsten Jahren negative Wachstumsimpulse ausgehen werden.

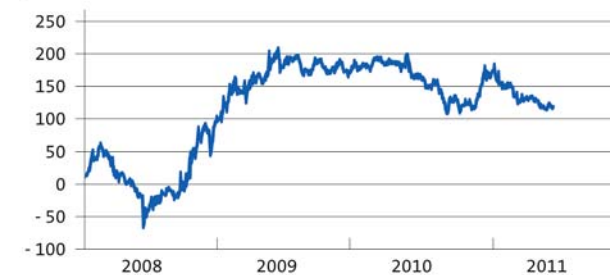
All dies deutet auf keinen akuten Handlungsdruck der Fed hin, auch wenn die Kerninflationsrate anziehen sollte. Dies ist der Fall, da die Lohnstückkosten wegen einer sich abzeichnenden Verlangsamung des Produktivitätsanstiegs steigen sollten. Da sich jedoch das Kreditwachstum nur langsam zu erholen scheint, ist eher von keiner Inflationsgefahr auszugehen. Es sind die Deflationsrisiken, die sich reduziert haben. Dies würde allerdings zumindest eine Normalisierung der Geldpolitik andeuten.

Die Wahrscheinlichkeit einer Zinswende der Fed bereits in diesem Jahr hat sich wegen der bestätigten Risiken für die US-Wirtschaft deutlich reduziert. Wenngleich es sicherlich viele Argumente für die Notwendigkeit einer Zinswende bereits im Jahr 2011 gibt, scheint es vor allem anhand der neuesten Arbeitsmarktzahlen als plausibel, diese erst Anfang 2012 zu erwarten. Der Arbeitsmarkt bleibt einfach ein zu großes Sorgenkind der US-Notenbank, um auf Prognosen eine proaktive Zinspolitik zu betreiben (s. hierzu auch die IKB-Information „US-Wachstum und Inflationsrisiken“).

Die EZB hingegen hat den Kurs einer Normalisierung ihrer Zinspolitik bestätigt: Auf der EZB-Presskonferenz am 9. Juni deutete Trichet unmissverständlich auf eine weitere Zinsanhebung beim nächsten EZB-Treffen. So geht die IKB weiter davon aus, dass die EZB ihren Leitzins beim nächsten Treffen am 7. Juli 2011 um weitere 25 bp. anheben wird und das der Leitzins Ende 2011 ein Niveau von 1,75 % erreichen wird.

Euro-Swaprate: Differenzial 10 versus 2 Jahre

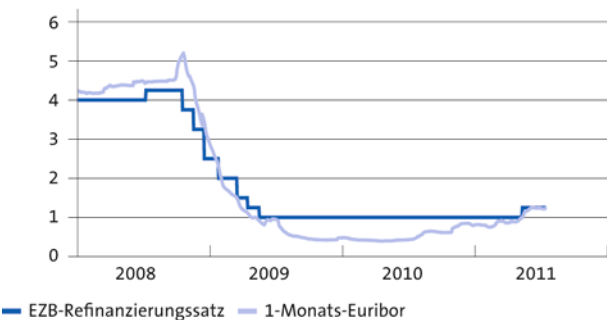
bps



Quelle: Bloomberg

EZB-Refinanzierungssatz und 1-Monats-Euribor

%



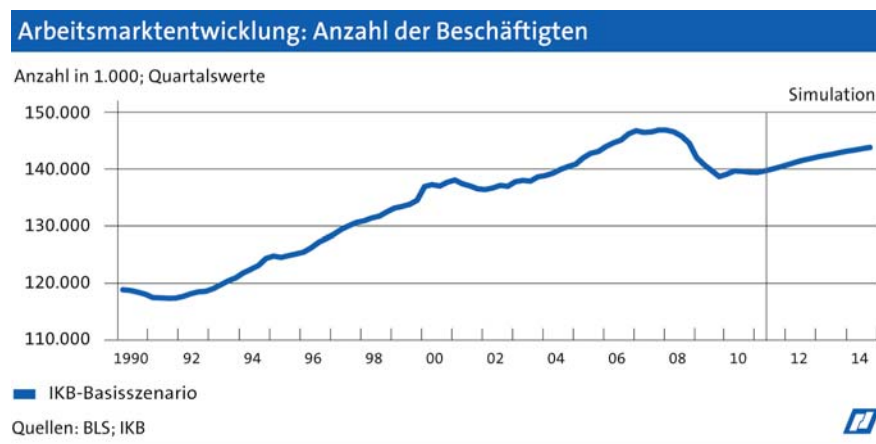
Quellen: EZB; Bloomberg

US-Update: Konjunktur und US-Dollar – es fehlt an Überzeugungskraft

Die US-Wirtschaft befindet sich im siebten Quartal ihrer konjunkturellen Erholung, doch scheinen große positive Überraschungen, wie sie in vorherigen Erholungsphasen die Märkte beflügelt haben, bis jetzt auszubleiben. Anstatt eines robusten – wenngleich niedrigeren – Wachstumsbildes, hat dies zu einer erhöhten Nervosität auf den Kapitalmärkten geführt und jegliche Konjunkturdaten, welche die Markterwartungen enttäuschen, verursachen eine Welle von Pessimismus. Dies haben die Arbeitsmarktzahlen in der letzten Woche nochmals verdeutlicht. Es scheint, dass das durch die Binnennachfrage getriebene Wachstumsmodell nach mehreren Phasen der Niedrigzinspolitik, diverser Kapitalmarktblasen und hoher privater Verschuldung an Glaubwürdigkeit verloren hat und selbst kurzfristige Indikatoren der Wirtschaftsleistung als Signale der zukünftigen US-Entwicklung gelten. Auch das lange Ende der Zinskurve spiegelt ein eher pessimistisches Wachstums- und Inflationsbild wider, denn das Niveau der 10-Jahreszinsen liegt momentan unterhalb des nominalen Wachstums. So zeigt der Zinsmarkt weiterhin eine große Skepsis bezüglich der konjunkturellen US-Erholung. Zudem bestätigt die Fed dieses Bild in ihren Kommentaren, wenngleich ihre Prognosen ein doch deutlich besseres Konjunkturbild darstellen. Die Wachstumsrisiken scheinen weiterhin die geldpolitischen Einschätzungen zu trüben, denn nur so sind die Wachstumsprognosen der Fed mit ihrer gegenwärtigen Zinspolitik in Einklang zu bringen.

Ist die Besorgnis der Kapitalmärkte über das aktuelle Erholungsbild gerechtfertigt? Beim Vergleich verschiedener US-Konjunkturzyklen lässt sich zeigen, dass die derzeitige Erholung bezüglich des BIP und des Arbeitsmarktes nicht sonderlich von den zurückliegenden zwei Erholungsphasen abweicht. Jedoch ist dies angesichts der Größe des BIP-Einbruchs und der eskalierenden Arbeitslosenrate zu relativieren. So dürften sich zwar die Wachstumsmöglichkeiten der USA potenziell verbessern, doch bleibt kurzfristig aufgrund verschiedener Strukturprobleme – wie der hohen Arbeitslosigkeit und der Entschuldung der privaten Haushalte – das Risiko einer gemäßigten Wachstumsphase gegeben. Diese Risiken werden zudem durch eine nicht abzuwendende fiskalische Konsolidierung noch weiter verschärft.

Doch selbst ein moderates Wachstumsbild ist nicht mit den schlechten Arbeitsmarktzahlen der letzten Woche konsistent. Dies beruht auf der Erkenntnis, dass ein sich normalisierendes Produktivitätswachstum den Arbeitsmarkt stützen sollte, was auch für ansteigende Lohnstückkosten spricht. Bei einem Wachstum von um die 2,5 % sollte die US-Wirtschaft im momentanen Stadium der Erholung in der Lage sein, durchschnittlich rund 100.000 Arbeitsplätze pro Monat zu schaffen. Daher erwarten wir selbst mit moderateren Wachstumsannahmen eine Verbesserung der Arbeitsmarktzahlen in den kommenden Monaten. Ob diese Zahlen jedoch positiv überraschen werden und die Besorgnis über eine Double-Dip-Entwicklung in den USA eliminieren können, bleibt fraglich.



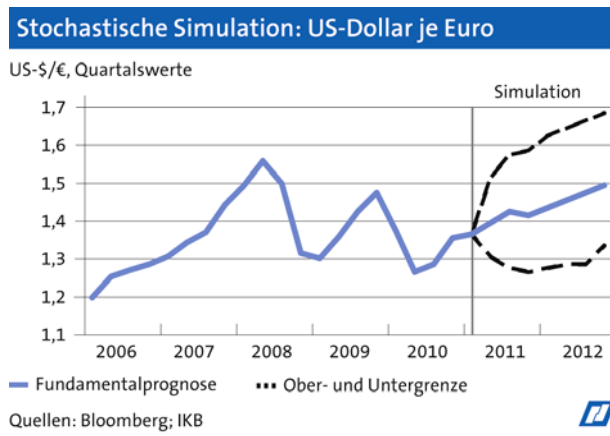
Wegen eines sich normalisierenden Produktivitätswachstums gehören deflationäre Risiken der Vergangenheit an. Dies heißt jedoch nicht, dass aufgrund der Inflationsrisiken ein kurzfristiges Handeln der Fed vor der Tür steht, auch wenn die IKB von einem deutlichen Anstieg der Kerninflationsrate für 2012 aus-

geht (2 % im Vergleich zu 1,3 % für 2011). Somit besteht unserer Einschätzung nach am kurzen wie am langen Ende relativ wenig Risiko einer deutlichen Zinskorrektur. Doch bleiben wir bei der Aussage, dass das Niveau der 10-Jahreszinsen eher inkonsistent gegenüber dem momentanen Wirtschaftsbild zu sein scheint und erwarten weiterhin tendenziell ansteigende Langfristzinsen, wenngleich diese durch Wirtschaftsdaten und Unsicherheit deutliche Schwankungen zeigen dürften. Für die Fed bleibt der Arbeitsmarkt ausschlaggebend. Zwar wird sich der Arbeitsmarkt unserer Einschätzung nach erholen, doch wird sich wegen des niedrigen Wachstums die Arbeitslosenquote nur langsam reduzieren. Die Grafik auf S. 6 veranschaulicht die Erwartung unter Annahme des IKB-Basis Szenarios. In diesem Umfeld scheint es immer plausibler, dass die Fed die Zinswende erst 2012 einleiten wird.

Fazit

Die IKB erwartet für 2011 ein US-BIP-Wachstum von um die 2,5 % bzw. 3% für 2012. Solch ein Wachstum wird die Zweifel an der US-Wachstumsdynamik nicht fundamental beseitigen, was wiederum die Volatilität auf den Märkten vor allem in Bezug auf Wirtschaftsdaten hoch halten sollte.

Gemäß der IKB-Prognosen sollte die Kerninflationsrate von 1,3 % für 2011 auf rund 2 % für 2012 ansteigen, was zwar kein eskalierendes Inflationsrisiko darstellt, aber zumindest Besorgnisse einer Deflation deutlich legen sollte.



Das Wirtschaftsbild bleibt mit Risiken behaftet und deutlich positive Überraschungen sind angesichts der Strukturprobleme eher unwahrscheinlich. Dies deutet auf keinen akuten Handlungsdruck der Fed hin, auch wenn die Kerninflationsrate anziehen wird, sondern eher auf die Notwendigkeit einer Normalisierung der Zinspolitik. Die Wahrscheinlichkeit einer Zinswende bereits in diesem Jahr hat sich wegen der bestätigten Risiken für den Arbeitsmarkt jedoch deutlich reduziert. Wenngleich wir an der Richtigkeit solch eines Schrittes festhalten, scheint es nunmehr plausibel, den ersten Zinsschritt für 2012 zu erwarten.

Das Langfristzinsdifferential ist ein wichtiger Treiber für den US-\$/Euro-Wechselkurs. Daher bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass der US-Dollar strukturelle Schwächen zeigen wird. Die Grafik verdeutlicht die im März geschätzte fundamentale Entwicklung des US-\$/Euro-Wechselkurses.

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

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen beruhen auf Quellen, die von der IKB Deutsche Industriebank AG („die IKB“) für zuverlässig erachtet werden. Für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der in der Studie enthaltenen Informationen übernimmt die IKB jedoch keine Gewähr. Die von den Autoren geäußerten Meinungen sind nicht notwendigerweise identisch mit Meinungen der IKB. Die Studie ist weder als Angebot noch als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers oder eines sonstigen Anlagentitels zu verstehen.

IKB Deutsche Industriebank AG • Wilhelm-Bötckes-Straße 1 • 40474 Düsseldorf • Telefon:+49 211 8221-4492

(Stand: 9. Juni 2011)

Daten auf einen Blick (8. Juni 2011)

Gesamtwirtschaft					
	Mrd. €	Reale Veränderung in % zum Vorjahr (saison- und kalenderbereinigt)			
	2010	2010	2011p	2012p	2013p
BIP	2498,8	3,5	3,5	2,4	2,0
Privater Verbrauch	1445,0	0,4	1,8	1,1	0,9
Staatsverbrauch	484,7	1,9	1,1	1,1	1,4
Ausrüstungsinvestitionen	170,0	10,4	13,4	4,9	2,1
Bauinvestitionen	249,8	2,6	4,5	1,9	3,7
Exporte	1152,3	14,4	8,6	6,9	5,8
Importe	1020,6	12,9	6,9	6,4	5,5
Verbraucherpreise		1,1	2,3	1,9	2,1
Frühindikatoren					
Index* 2005 = 100	2010	Veränd. in % zum Vorjahr	Mrz 11	Apr 11	Mai 11
ifo-Geschäftsklima	107,8	18,8	115,0	114,2	114,2
	2010	Veränd. in % zum Vorjahr	Feb 11	Mrz 11	Apr 11
Auftragseingänge**	106,2	21,7	115,3	112,2	115,3
Produktion und Handel**					
Index* 2005 = 100	2010	Veränd. in % zum Vorjahr	Feb 11	Mrz 11	Apr 11
Verarbeitendes Gewerbe	104,3	11,5	112,2	113,4	112,7
Bauhauptgewerbe	108,5	0,2	122,3	129,0	121,6
Einzelhandel (ohne Kfz)	97,3	1,2	98,6	95,9	96,5
Außenhandel nominal***					
	2010	Veränd. in % zum Vorjahr	Feb 11	Mrz 11	Apr 11
Warenexporte Mrd. €	951,9	18,5	84,1	98,2	84,3
Warenimporte Mrd. €	797,6	20,0	72,1	79,4	73,4
Arbeitsmarkt**					
	2010	Veränd. in % zum Vorjahr	Mrz 11	Apr 11	Mai 11
Erw. erbstätige in Mio.	40,368		40,753	40,792	-
Arbeitslose in Mio.	3,238	-5,2	3,015	2,982	2,974
Arbeitslosenquote in %	7,7		7,2	7,1	7,0
Wechselkurse					
	08.06.2011	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
1 € = ... US-\$	1,46	1,43	1,43	1,44	1,46
1 € = ... SFR	1,22	1,26	1,30	1,34	1,37
Zinsen Basisszenario					
3-Monats-Euribor	1,45	1,7	2	2,3	2,5
3-Monats-Libor	0,25	0,3	0,5	0,9	1,3
10-jährige US-Staatsanleihen	2,96	3,3	3,5	3,7	3,9
10-jährige Bund	3,05	3,2	3,4	3,6	3,6
Zinsen Inflationsszenario					
3-Monats-Euribor	1,45	2,1	2,8	3,6	4,3
3-Monats-Libor	0,25	0,9	2,1	3,1	4,1
10-jährige US-Staatsanleihen	2,96	3,7	4,4	5,2	5,4
10-jährige Bund	3,05	3,5	4,3	4,8	5,0

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

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