

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: Risiken nehmen deutlich zu **2**

ifo Geschäftsklima weiter im Sinkflug • Erwartete Wirtschaftsbelebung dürfte sich bis 2020 hinziehen • Deutsche Wirtschaft sollte 2019 nur um 0,6 % zulegen • Prognoserisiko vor allem für 2020 ist nach unten gerichtet

Kapitalmärkte: Expansive Geldpolitik ist der Grund für niedrige oder ultimativ höhere Zinsen? **4**

Ineffizienz und Nebenwirkungen belasten Glaubwürdigkeit der EZB • Unterstützung der EZB ist gemessen an der aktuellen Geldmengenausweitung weiterhin eher überschaubar • EZB ist gut beraten, entschlossen zu handeln, um Raum für perspektivische Zinserhöhungen zu finden

Euro-US-Dollar-Kurs: Trumps Zwitschern versus Draghis Versprechen **6**

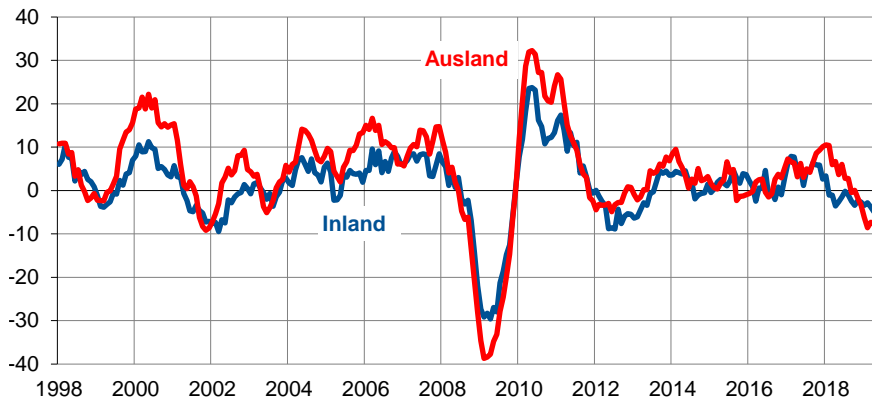
Abwertungen nur durch Kooperation und nicht durch einen Währungskrieg erreichbar • „Whatever it takes“, aber nur für die Euro-Zone • Trotz viel Lärm von Trump nur moderate Dollar-Abwertung • IKB erwartet Ende 2020 einen EUR/USD von rund 1,24

Konjunkturausblick USA und Euro-Zone: Noch im Rahmen der Erwartungen **9**

Robuste US-Wirtschaft, dennoch sieht die Fed Risiken • Frankreich zeigt sich erstaunlich widerstandsfähig • Spaniens Wirtschaft trotz innenpolitischen Stillstand • Italien bleibt bei der Seitwärtsbewegung • Deutsche Wirtschaft belastet Euro-Wachstum

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat



IKB-Prognose 2019

Reale Veränderung in %,
saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

Deutschland	0,6
Euro-Zone	1,1
UK	0,9
USA	2,3
Japan	1,0
China	6,3

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

Deutsche Konjunktur: Risiken nehmen deutlich zu

Wo steht die deutsche Wirtschaft?

Die deutsche Industrie befindet weiterhin in einer Rezession: Auftragseingänge und jüngste Einkaufsmanager-Indizes deuten auf keine kurzfristige Trendwende hin. Auch hat die deutsche Produktion im Vergleich zur globalen Produktion klar enttäuscht. Doch gerade hier könnten sich erste Hoffnungsschimmer ergeben. Denn historisch folgt die deutsche Industrieproduktion relativ eng dem globalen Industriezyklus. Aktuell hat sich allerdings eine deutliche Kluft geöffnet. Auf Grundlage des globalen Industriezyklus mag deshalb mit einer gewissen Korrektur der deutschen Industrieproduktion zu rechnen sein. Allerdings bleibt auch der globale Verlauf alles andere als überzeugend.

Rückgang ifo Geschäftsklima im August 2019 nicht gestoppt

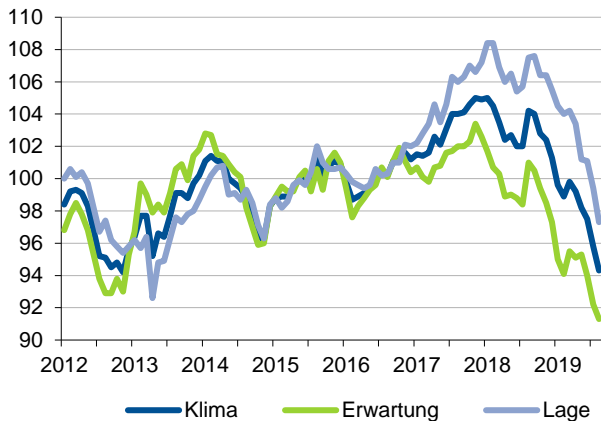
Die Unternehmensstimmung in Deutschland befindet sich weiter im Sinkflug. Seit Herbst 2018 trübte sich das ifo Geschäftsklima mit Ausnahme der leichten Aufhellung Anfang des Jahres 2019 ein. Im August sank der ifo Indikator erneut klar um 1,5 Zähler auf 94,3 Punkte. Auch haben sich wieder beide Teil-Komponenten deutlich eingetrübt: Sowohl die aktuelle Lage wurde schlechter beurteilt als auch die Geschäftsperspektiven. Der Indikator für die Erwartungen sank um 0,9 Zähler auf 91,3 Punkte, und der für die aktuelle Einschätzung fiel sogar um 1,5 Zähler auf 97,3 Punkte. Ein Wert der sich zuletzt im Herbst 2013 ergab.

Bezogen auf die Wirtschaftssektoren blieb das Verarbeitende Gewerbe wie erwartet klar im Rückwärtsgang. Auch im Handel gab der Indikator nach; Treiber des Rückgangs war vor allem der Großhandel. Im Bauhauptgewerbe hat das Geschäftsklima dagegen nur leicht nachgelassen. Beunruhigend ist die merkliche Stimmungseintrübung im Dienstleistungssektor. Die Probleme der deutschen Industrie infolge des schwächeren weltwirtschaftlichen Umfelds scheinen sich mehr und mehr auf den Binnenmarkt in Deutschland zu übertragen.

Ausblick: Wende erst 2020?

Die deutsche Wirtschaft ist wie erwartet im zweiten Quartal 2019 leicht geschrumpft. Impulse kamen im Vorquartalsvergleich aus dem Inland. Der private Verbrauch wurde um 0,1 % gesteigert, der Staatskonsum um 0,5 %. In Ausrüstungen wurden 0,6 % mehr investiert als in der Vorperiode. Dagegen gaben die Bauinvestitionen um 1,0 % nach, was aber als Gegenbewegung auf einen auch witterungsbedingt sehr starken Anstieg im 1. Quartal zu werten ist. Einen positiven Wachstumseffekt übten die Lagerinvestitionen aus. Sie steuerten 0,3 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum bei. Die Außenwirtschaft bremste das BIP-Wachstum deutlich. Während die Importe leicht um 0,3 % nachgaben, fielen die Exporte um 1,3 %. Dies drückte die Wachstumsrate des BIP um 0,5 Prozentpunkte. Die derzeitige deutsche Konjunkturschwäche ist damit in erster Linie eine Folge der vielfältigen Belastungen auf der außenwirtschaftlichen Seite. Gleichwohl besteht durchaus ein nicht unerhebliches Risiko, dass diese in zunehmendem Maße auch die binnenwirtschaftliche Nachfrage belasten könnten.

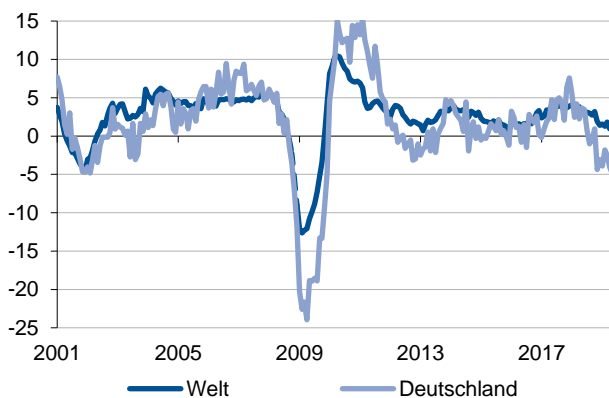
ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



Quelle: ifo



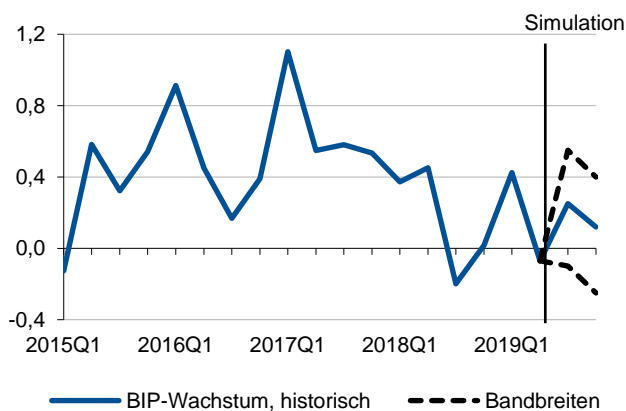
Industrieproduktion, Veränderungen in % zum Vorjahr



Quellen: Statistisches Bundesamt; CPB



Reales BIP-Wachstum in % zum Vorquartal



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Simulation



Inzwischen gibt es aber mehr und mehr Einschätzungen, die auch für das dritte Quartal einen Rückgang erwarten, was eine technische Rezession bedeuten würde. Aktuelle ifo Werte lassen Aussagen für das vierte Quartal zu: Denn der ifo Stimmungsindikator ist ein Frühindikator mit einer Vorlaufzeit von rund einem Quartal. Die Werte für August liefern neben den Juli-Werten somit eine weitere Indikation über die BIP-Wachstumsentwicklung im vierten Quartal.

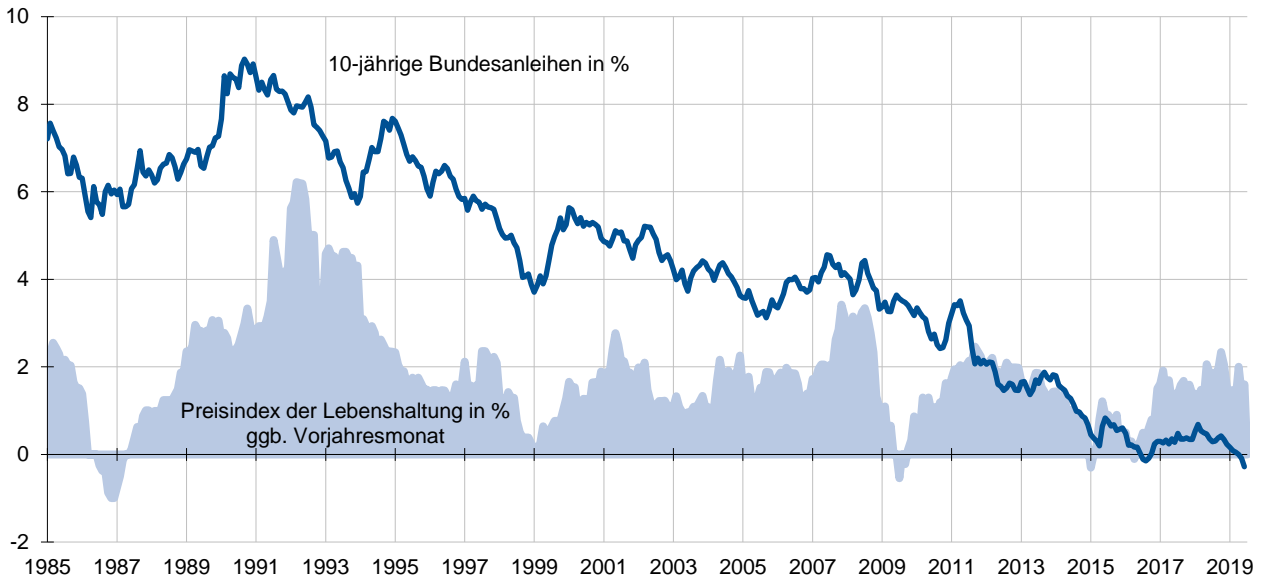
Deshalb sind die ifo Werte von besonderer Bedeutung: Eine Wende der deutschen Konjunktur zeigt sich zuerst und vorrangig im Verlauf des ifo Index. Wird von einer Stabilisierung der deutschen Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte 2019 ausgegangen, muss sich der Index kurzfristig erholen. Ansonsten müssen diese Erwartungen über einer Stabilisierung in die erste Hälfte 2020 verschoben werden. Da das ifo Geschäftsklima im August erneut gesunken ist, wird dies mehr und mehr wahrscheinlich. Der Verlauf der deutschen Industrieproduktion stützt dies ebenfalls.

Die mittlere Abbildung spiegelt die auf dem ifo basierte Wachstumsprognose der IKB. Das Risiko eines weiteren BIP-Rückgangs vor allem im vierten Quartal hat sich durch die jüngsten Zahlen merklich erhöht. Die Möglichkeit einer BIP-Schrumpfung bereits im dritten Vierteljahr bleibt allerdings überschaubar – zumindest auf Grundlage des ifo Geschäftsklimas. Mit den vorliegenden ifo Werten und der daraus folgenden BIP-Prognose ist mit keiner grundsätzlichen Stabilisierung geschweige denn Erholung des deutschen BIP-Wachstums 2019 zu rechnen.

Die BIP-Jahreswachstumsprognosen für 2019 und 2020 bleiben unverändert, da bereits die schwachen ifo Werte der Vormonate den Ausblick eingetrübt hatten. Die IKB erwartet ein BIP-Wachstum von 0,6 % für 2019 und knapp über 1 % für 2020. Das Prognoserisiko bleibt allerdings nach unten gerichtet – vor allem für 2020. Weiterhin belastet die Brexit-Unsicherheit den Wachstumsausblick der deutschen Wirtschaft für 2020.

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

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

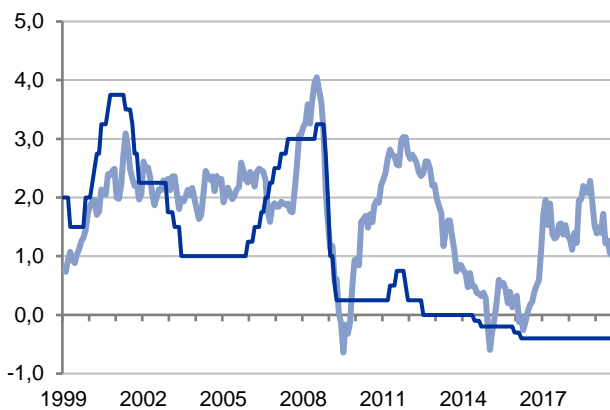


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Expansive Geldpolitik ist Grund für niedrigere

EZB-Einlagenzinssatz und Euro-Inflation in %



Quellen: Bundesbank; Eurostat



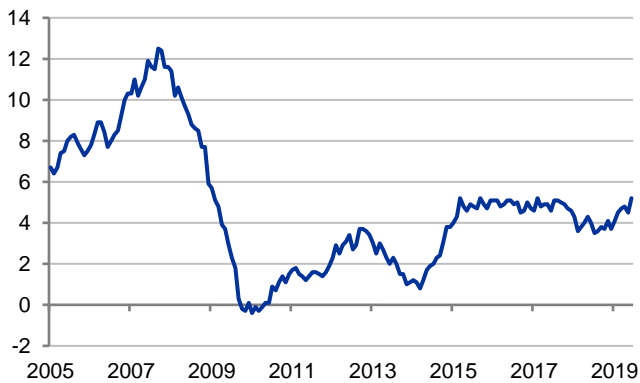
Mit 10-jährigen Bundrenditen bei -0,7 % hat der Zinsmarkt eine klare Meinung: Die EZB wird nicht nur in ihrer nächsten Sitzung im September die Zinsen senken, sie wird auch in den kommenden Jahren kaum die Möglichkeiten haben, die Zinsen nennenswert anzuheben. Eine erfolgreiche Geldpolitik würde eigentlich etwas anders erwarten lassen. Schließlich dienen geldpolitische Anstrengungen dazu, die wirtschaftliche Entwicklung zumindest mittelfristig so zu beeinflussen, dass Inflation und Wachstum Raum für eine symmetrische Zinspolitik der Notenbank eröffnen. Und fast wäre die EZB 2019 soweit gewesen. Doch die Konjunktur scheint aktuell zu fragil zu sein. Oder hat die EZB einfach zu lange gezögert?

Nun steht die EZB am Vorabend weiterer geldpolitischer Lockerungen wieder einmal in der Kritik, eine unangebrachte und destabilisierende Geldpolitik zu betreiben. Die Argumente sind vielfältig, allerdings beruhen sie auf einem Grundgedanken: Die Notenbank hat den Grad ihrer geldpolitischen Effektivität schon lange und bei weitem überschritten. Sie kann durch weitere Maßnahmen nur noch begrenzt wirken – mit zunehmend negativen Nebeneffekten. Grundsätzlich verursacht die Notenbank durch ihre Politik bedeutende Verteilungseffekte: Vermögende mit Zugang zu Finanzierungen sind die großen Gewinner, untere Vermögensschichten und klassische Sparer die Verlierer. Hier ist der Staat gefordert. Schließlich zählt er zu den größten Gewinnern der EZB-Politik, zumindest was die Zinslast angeht.

Ineffizienz und Nebenwirkungen der Geldpolitik belasten die Glaubwürdigkeit der Notenbank. Aus diesem Grund wird die EZB in ihrer nächsten Sitzung eine Staffelung der Zinsen einführen müssen. Denn nur mit einer Dämpfung der negativen Effekte für das Bankensystem kann sie glaubwürdig vermitteln, dass, wenn nötig, weitere Zinssenkungen zu erwarten sind. Weitere mögliche Nebenwirkungen ergeben sich daraus, dass die Wirtschaft immer abhängiger von niedrigen Zinsen wird.

... oder ultimativ höhere Zinsen?

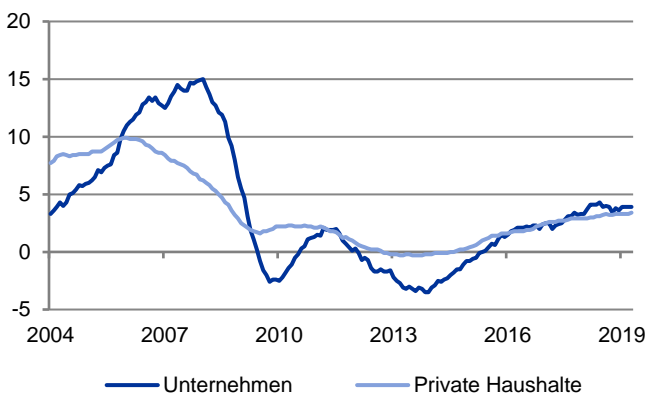
Euro-Zone: Geldmenge M3-Wachstum; in % zum Vorjahr



Quelle: Bloomberg



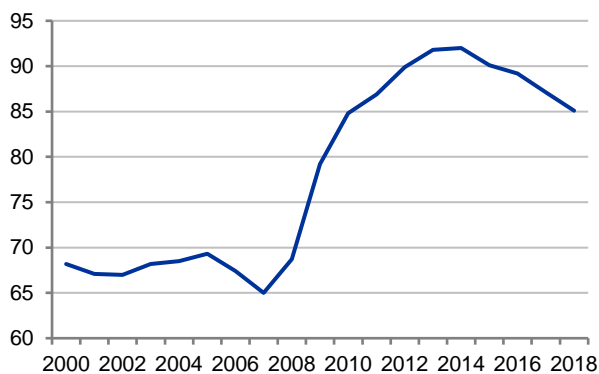
Euro-Zone: Kreditvergabe, Wachstum in % zum Vorjahr



Quelle: Bloomberg



Euro-Zone: Staatsschulden in % zum BIP



Quelle: Eurostat



Dies mag für Zombiefirmen, aber auch den Aktienmarkt gelten. So wird argumentiert, Unternehmen könnten mittlerweile infolge der Fehlallokation von Kapital und niedrigen realwirtschaftlichen Renditen nur noch in einem Niedrigzinsumfeld überleben; ebenso wie steigende Schuldenquoten strukturell niedrigere Zinsen benötigten. Das weiterhin eher überschaubare Geldmengenwachstum in der Euro-Zone entschärft jedoch beide Argumente. Denn trotz der negativen Zinsen ist die effektive Geldpolitik in der Euro-Zone nicht außerordentlich expansiv: Es existiert weder eine exzessive Geldmengenausweitung, noch eine überzogen hohe Investitionsdynamik.

Wie aktiv die Geldpolitik sein sollte, ist in der Volkswirtschaft ein viel diskutiertes Thema. Während Milton Friedman schon vor langer Zeit für Regeln und nicht für Ermessensfreiheit plädierte, sehen andere Volkswirte die Notenbank auch kurzfristig in der Pflicht, die Wirtschaft in schwachen Konjunkturphasen zu stützen. Doch selbst mit festen Regeln würde die Geldpolitik derzeit nicht bedeutend anders agieren können. Denn für das aktuell angestrebte Inflations- und Wachstumsziel wäre eine nachhaltig höhere Geldmengenausweitung notwendig, als dies aktuell der Fall ist. Auch bei einer festen Regel bliebe der Notenbank deshalb kaum anderes übrig, als durch Zinssenkungen und überschüssiger Liquidität im Bankensystem die Kredit- bzw. Geldmengenausweitung anzukurbeln und voranzutreiben.

Das Argument, es sei nicht Aufgabe der Notenbank, die Wirtschaft anhaltend durch „billiges“ Geld zu stützen, trifft nicht den Kern, da die effektive Unterstützung durch die Notenbank, gemessen an der Geldmengenausweitung, eher überschaubar ist. Deshalb ist auch das Argument nicht schlüssig, es müsse eine Abkehr von der ultralockeren Geldpolitik stattfinden, um die Zinsen wieder auf ein neutrales Niveau zu heben. Ein Zinsanstieg würde sich negativ auf die Geldmengenausweitung auswirken, was perspektivisch zu niedrigen und nicht höheren Zinsen führen würde. Somit ist die EZB weiterhin gut beraten, jetzt entscheidend zu handeln, um perspektivisch Raum für Zinsanhebungen zu gewinnen. Die Zinsmärkte werden signalisieren, ob sie diesbezüglich glaubwürdig ist.

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

Euro-US-Dollar-Kurs: Trumps Zwischern versus Draghis Versprechen

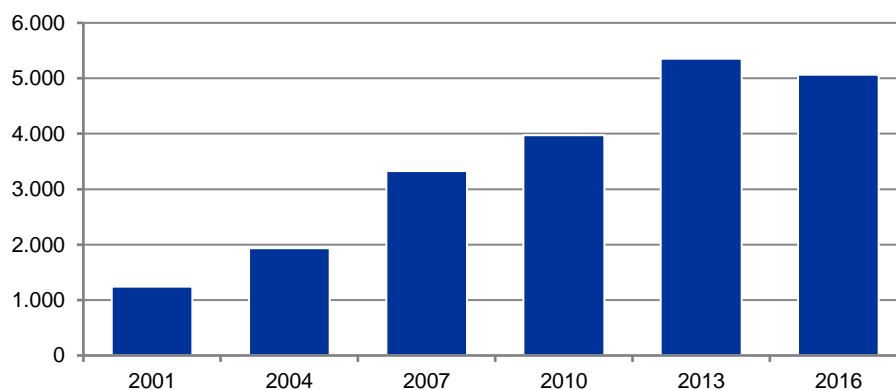
Abwertung nur durch Kooperation und nicht durch einen Währungskrieg erreichbar

Die Diskussion um einen schwächeren US-Dollar wird anhalten. Denn die Handelspolitik der USA wird weder zu bedeutenden strukturellen Veränderungen des Handelsbilanzdefizits führen, noch Wachstumsimpulse liefern. Doch beides braucht US-Präsident Trump. Denn der 45. US-Präsident läuft Gefahr, im Wahljahr 2020 mit einer schwachen US-Konjunktur konfrontiert zu werden, die seinen Stimmungsquoten sicherlich nicht helfen würde. Bereits aktuell gibt es zunehmende Indizien für eine Abkühlung der US-Konjunktur. Damit wird der politische Druck auf die Fed bestehen bleiben, angeheizt durch Twitter-Kommentare von Trump, in denen er einen schwächeren US-Dollar fordert (s. *IKB-Kapitalmarkt-News 9. Mai 2019*). Auch wenn dieses Verhalten auf viel Unverständnis trifft, ist es nicht unüblich. Bereits US-Präsident Reagan hatte 1985 eine koordinierte Aktion zur Schwächung des US-Dollar forciert. Hierzu benötigte und sicherte sich die US-Regierung die Kooperation der Regierungen von Deutschland, Frankreich, Großbritannien und Japan. Der Erfolg der Abwertung war so groß, dass 1987 koordinierte Gegenmaßnahmen notwendig waren. **Es war die gemeinsame Einsicht und nicht ein Alleingang oder Konfrontationskurs, die zu dieser deutlichen Devisenkursveränderung führte.**

Da eine Notenbank das Monopol der Geldschöpfung hat, kann sie die eigene Währung unter Druck setzen. Wie am Beispiel der Schweiz zu sehen ist, kann jedoch ein Alleingang vor allem im Falle von kleineren Ländern bzw. bei hohem Transaktionsvolumen auf den Devisenmärkten zu einer massiven und nicht anhaltenden Aufblähung der Notenbankbilanz führen. **In den 80er Jahren betrug das Devisenhandelsvolumen des US-Dollar nur ein Bruchteil des heutigen Volumens, das im Jahr 2016 täglich bei rund 4,4 Billionen US-Dollar (23,5 % des US-BIP) lag. Dennoch war bereits damals eine koordinierte Intervention notwendig.** Damit ist ein Erfolg von Direktinterventionen der Notenbanken zur nachdrücklichen Schwächung der eigenen Währung trotz des Monopols der Geldschöpfung angesichts des heutigen Transaktionsvolumens und der Freiheit internationaler Kapitalbewegungen eher unwahrscheinlich. **Entscheidend für einen nachhaltigen Einfluss sind heutzutage vor allem die Unterstützung privater Kapitalbewegungen und die Zinspolitik der Notenbanken.** Somit ist vor allem der Zinsunterschied für die Bestimmung des EUR/USD-Devisenkurses entscheidend.

Ein Währungskrieg würde die Devisenreserven der Notenbanken und deren Bilanzen ausweiten, an den relativen Preisen der Devisenkurse würde sich jedoch wenig ändern. Die Folgen wären primär auf den Zinsmärkten sichtbar. Dennoch birgt der **Konfrontationskurs des US-Präsidenten nur ein geringes Risiko für eine US-Dollar-Abwertung** – es sei denn, die US-Wachstumsaussichten würden dadurch deutlich in Mitleidenschaft gezogen und der Druck auf die Fed würde zunehmen.

Abb. 1: Tägliche Devisenkurstransaktionen aller Währungen in Mrd. US-Dollar



Quelle: BIS

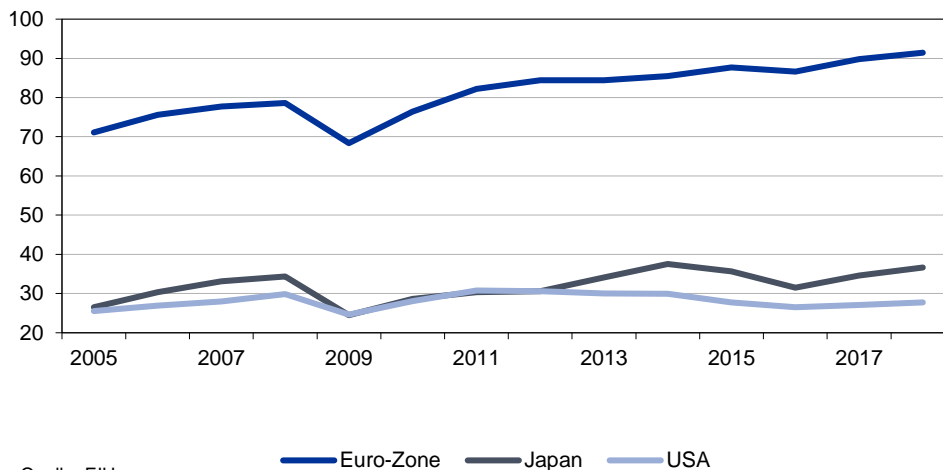
Wie konnte die chinesische Währung kürzlich im Alleingang abgewertet werden? Im historischen Verlauf war die Abwertung nicht bedeutend. Auch bleibt abzuwarten, als wie nachhaltig sie sich erweisen wird. Entscheidend ist jedoch, dass die chinesische Währung von der chinesischen Notenbank in einem stärkeren Maße beeinflusst werden kann, als dies bei anderen Währungen der Fall ist. Denn noch wird der Wert der chinesischen Währung nicht durch private Kapitalbewegungen bestimmt, sondern mit Hilfe von Kapitalkontrollen

durch die Notenbank. Ein tägliches Handelsvolumen von rund 190 Mrd. US-Dollar 2016 deutet zudem auf die Möglichkeit hin, durch direkte Interventionen den Kurs beeinflussen zu können. Dies gilt vor allem, weil es sich um eine Abwertung und damit den Verkauf von Yuan durch die chinesische Notenbank handelt. So konnte sie die Währung über Jahre und trotz eines zeitweise bedeutenden Handelsbilanzüberschusses relativ schwach halten, musste dafür allerdings massive Devisenreserven aufbauen.

„Whatever it takes“ – aber nur für die Euro-Zone

Die risikofreien Renditen in Japan, der Schweiz und der Euro-Zone sind negativ, während der Brexit den britischen Ausblick und das britische Pfund belastet. Auch aus realwirtschaftlicher Sicht gibt es aktuell wenig Alternativen zum US-Dollar. Die Nachhaltigkeit des chinesischen Wachstumsmodells steht zunehmend in Zweifel, während die Wachstums- und Schuldendynamik der Euro-Zone und Japans ohne anhaltend niedrige Zinsen nicht überzeugen können. Weder die europäische, japanische, britische, noch die chinesische Konjunktur scheinen ausreichend robust zu sein, um deutliche Zinsanstiege sowie eine nachhaltige Aufwertung ihrer Währungen zu verkraften. Auch sprechen jüngste Entwicklungen in Italien und sich erneut ausweitende Risikoprämien eher für einen schwachen Euro. Damit dürfte der US-Präsident relativ wenig Unterstützung für eine koordinierte und nennenswerte Abwertung des US-Dollar finden – zumindest bei den entscheidenden Notenbanken. Zentralbanken von Schwellenländern, die in US-Dollar verschuldet sind, mögen dies anders sehen.

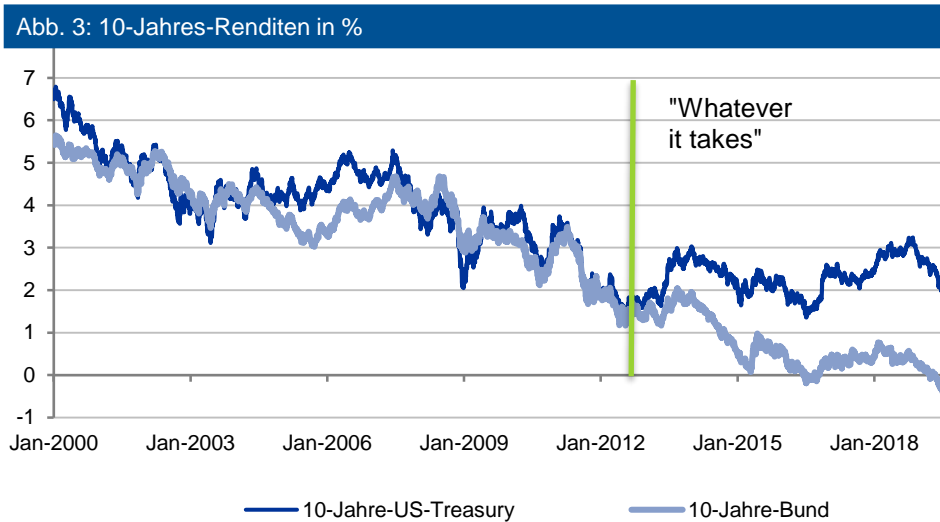
Abb. 2: Offenheitsgrad: Ex- und Importe in % des BIP



Rund ¼ aller täglichen US-Dollar-Transaktionen in Höhe von 4,4 Billionen bezogen sich 2016 auf den Euro; 50 % auf Euro, Yen und Pfund zusammen (Chinas Beitrag lag bei 3,8 %). EZB, Bank of Japan und Bank of England sind für eine koordinierte US-Dollar-Veränderung demnach immer noch entscheidend. **Doch gerade die EZB hat keinen Spielraum.** Denn die Euro-Zone ist deutlich offener als die USA, sodass der Einfluss des Devisenkurses auf den Wachstums- und Inflationsprozess von großer Bedeutung ist. Eine Aufwertung des Euro stellt somit eine nicht triviale geldpolitische Straffung dar, die relativ schnell durch eine geldpolitische Lockerung ausgeglichen werden müsste. Nur im Fall von nachhaltigen exogenen Wachstums- und Inflationschüben hätte die EZB Raum, eine nennenswerte Euro-Aufwertung zuzulassen. Bei einer weiterhin moderaten Geldmengenausweitung in der Euro-Zone bzw. einem nicht überzeugendem Inflationsprozess ist dies jedoch nicht der Fall. Anders ausgedrückt: Sieht sich die Fed genötigt, die Zinsen deutlich zu senken, setzt sie damit den US-Dollar unter Druck und die EZB ist dann gefordert, mit einer raschen Zinssenkung bzw. einer geldpolitischen Lockerung zu antworten.

Mit einer sich abkühlenden US-Konjunktur sollte die Fed zunehmend Raum finden, ihren Leitzins zu senken. Sie wird auch durch eine negative Zinskurve bestärkt, die einen gewissen Handlungsbedarf der Fed signalisiert. Isoliert betrachtet führt eine Senkung des US-Leitzinses zu niedrigeren US-Renditen, die wiederum deutsche Renditen unter Druck setzen. Dennoch, historisch gesehen hat eine US-Leitzinssenkung immer zu einer Einengung des Langfristzinsdifferenzials geführt, die den US-Dollar unter Abwertungsdruck setzt. Allerdings hat die Negativzinspolitik der EZB sowie ihre Bereitschaft, neue geldpolitische Wege zu gehen, dazu geführt, dass die 0 %-Untergrenze für Bundrenditen keine feste Barriere mehr darstellt und sich das Zinsdifferenzial

somit nicht wie früher durch US-Zinssenkungen relativ schnell schließen lässt. **Insbesondere seit dem Ausbruch der europäischen Staatsschuldenkrise und Draghis Versprechen im Juli 2012, alles zu tun, um den Euro zu erhalten, hat sich die europäische Geldpolitik von den USA entkoppelt und zu einem grundsätzlich weiteren Zinsdifferenzial geführt – und damit zu einem schwächeren Euro.** Dies hat jedoch weniger mit dem expliziten Bestreben der EZB zu tun, den Euro künstlich schwach zu halten. Es geht eher darum, die Geldpolitik angesichts hoher Schuldenquoten sowie schwachen BIP- und Geldmengenwachstums ausreichend expansiv zu gestalten. Dass ein schwacher Euro aufgrund des hohen Offenheitsgrads hierbei hilft, ist unbestritten.



Ausblick EUR/USD-Kurs – trotz viel Lärm von Trump nur moderate Abwertung

Gemäß IKB-Schätzungen würde sich eine Aufwertung des Euro auf über EUR/USD 1,40 erst bei einer Schließung des aktuellen Zinsdifferenzials von 230 bp ergeben. Hierfür wäre allerdings eine drastische Eintrübung der US-Konjunktur in Kombination mit einem relativ stabilen europäischen Ausblick erforderlich. Aus europäischer Sicht ist solche eine Entwicklung jedoch selbst mittelfristig eher unwahrscheinlich, da die Schulden-, Wachstum- und Geldmengendynamik der EZB keinen Raum für die dafür notwendigen Zinsanstiege gibt.

Die EZB mag in Folge der anhaltend schwachen Euro-Konjunktur bereits im September genötigt sein, den Einlagenzinssatz weiter zu senken. Allerdings haben die Märkte aktuell bereits einiges an geldpolitischer Lockerung antizipiert. Vor allem bei der aktuellen Bundrendite von -0,6 % ist eine Reduzierung des Zinsdifferenzials durch korrigierende deutsche Renditen nicht auszuschließen. Grundsätzlich deutet auch eine höhere US-Inflation isoliert betrachtet auf einen gewissen Abwertungstrend des US-Dollar gegenüber dem Euro hin. Insgesamt bestehen somit durchaus Argumente für einen moderat schwächeren US-Dollar. Das Abwertungspotenzial gegenüber dem Euro bleibt aber begrenzt und reicht sicherlich nicht aus, um nennenswerte Fortschritte in der Reduzierung des strukturellen US-Handelsbilanzdefizits sicherzustellen – vor allem bis zu den nächsten US-Wahlen im November 2020.

Fazit: Bei nachlassender US-Konjunktur und angesichts der in 2020 bevorstehenden Präsidentschafts-Wahlen wird Trump zunehmend auf die Notwendigkeit eines schwachen US-Dollar verweisen. Eine US-Dollar-Abwertung wäre allerdings eher durch Kooperation der Fed mit anderen Notenbanken und insbesondere mit koordinierter Zinspolitik der Notenbanken zu erreichen als durch Konfrontation. Wichtige Notenbanken – allen voran die EZB – haben jedoch angesichts herausfordernder wirtschaftlicher Parameter wenig Spielraum. Insbesondere seit der Euro-Krise verfolgt die EZB eine Geldpolitik, die das Zinsdifferenzial zu den USA strukturell ausgeweitet hat und der Euro-Zone dadurch notwendige Wachstumsimpulse liefert. Ausgangspunkt war Draghis Versprechen von 2012, alles zu tun, um den Euro zu erhalten. Eine sich abkühlende US-Konjunktur wird das Zinsdifferenzial deshalb nur begrenzt einengen, was dem Euro nur moderaten Auftrieb gegenüber dem US-Dollar geben sollte. Die IKB erwartet Ende 2020 einen EUR/USD von rund 1,24.

Konjunkturausblick USA und Euro-Zone: Noch im Rahmen der Erwartungen

Insgesamt hat die wirtschaftliche Dynamik in den USA und in Europa im zweiten Quartal nachgelassen. Für die Länder ist die anhaltende Schwächephase des Industriesektors klar ersichtlich. Zudem fällt eine zunehmende Verunsicherung auf, die sich nicht nur in sich eintrübenden Stimmungsindikatoren zeigt, sondern auch in einer tendenziellen Investitionszurückhaltung. Der private Konsum bleibt vielfach eine Stütze.

USA: Wirtschaft wächst stärker als erwartet, dennoch sieht die Fed Risiken

Das US-BIP ist im zweiten Quartal annualisiert um 2,0 % (2. Schätzung) gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Damit fiel die Abkühlung nach einem Plus von 3,1 % zum Jahresauftakt etwas weniger stark aus als im Vorfeld befürchtet. Das Wachstum des privaten Verbrauchs beschleunigte sich dabei deutlich von 1,1 % auf 4,7 % – der kräftigste Zuwachs seit Ende 2017, während die Bruttoanlageinvestitionen um 1,1 % nachgaben. Der Außenhandel brachte keine Impulse: Die Exporte sanken um 5,8 %, während die Importe nahezu stagnierten. Zusammen mit einer Gegenbewegung bei den Lagerinvestitionen (-0,9 Prozentpunkte nach +0,5 im Vorquartal) war dies der wesentliche Grund für die Wachstumsabkühlung im zweiten Quartal.

Zwar fiel die Dynamik etwas kräftiger als erwartet aus, allerdings haben die statistischen Revisionen für 2018 zu geringeren Quartalswachstumsraten und damit zu einem um 0,3 Prozentpunkte niedrigeren statistischen Überhang für 2019 geführt. Aufgrund des schwächeren Startniveaus 2019 muss die IKB rein rechnerisch somit ihre BIP-Prognose für das laufende Jahr von 2,6 % auf 2,3 % anpassen. Grundsätzlich entwickelt sich die US-Wirtschaft weiterhin im Rahmen der IKB-Erwartungen.

Die Fed hat die Zinsen wie erwartet um 25 Basispunkte gesenkt. Die aktuellen BIP-Daten bestätigen, dass die US-Volkswirtschaft diese Zinssenkung grundsätzlich nicht benötigt. Aber die Fed bleibt vorsichtig und beabsichtigt anscheinend, frühzeitig mögliche Auswirkungen von zuletzt gestiegenen globalen Wachstumsrisiken frühzeitig abzumildern. Damit sind weitere Zinssenkungen nicht ausgeschlossen, sofern sich die globale Konjunktur in den nächsten Monaten nicht überraschend aufhellt.

Euro-Zone: Konjunkturverlangsamung ist breit angelegt, vor allem die deutsche Wirtschaft dürfte gebremst haben

Die Wirtschaftsdynamik der Euro-Zone hat sich im zweiten Quartal ebenfalls verlangsamt. Nachdem die Konjunktur im ersten Quartal mit einem Plus von 0,4 % zum Vorquartal noch positiv überraschen konnte, fiel der Zuwachs im zweiten Quartal mit 0,2 % erwartungsgemäß niedriger aus. Dabei war das BIP-Wachstum in Frankreich, Italien und Spanien etwas geringer als im Vorquartal. In Deutschland ist die Wirtschaft geschrumpft, und es war vor allem die deutsche Entwicklung, die die Dynamik in der Euro-Zone gebremst hat. (s. Kapitalmarkt-News „*Deutsche Konjunktur: Talsohle noch nicht erreicht*“). Für die Euro-Zone insgesamt hält die IKB an ihrer BIP-Wachstumsprognose für 2019 von 1,2 % fest.

Frankreich: Moderates Wachstum setzt sich fort

Die französische Wirtschaft ist um 0,3 % zum Vorquartal gewachsen und erfüllte damit die Erwartungen. Die Marktmeinung ging von einer Dynamik wie im ersten Vierteljahr (+0,3 % qoq) aus. Gebremst wurde die Entwicklung vor allem durch einen negativen Lagereffekt. Die womöglich im Zuge der Brexit-Unsicherheiten aufgebauten Lagerbestände aus dem ersten Quartal wurden im zweiten wieder abgebaut und dämpften die Dynamik. Grundsätzlich zeigt sich die französische Wirtschaft erstaunlich widerstandsfähig gegenüber der allgemeinen konjunkturellen Schwächephase. Die IKB bleibt bei ihrer BIP-Wachstumsprognose von 1,3 % für das laufende Jahr.

Spanien: Wirtschaft wächst robust trotz politischen Stillstands

In Spanien hat sich, wie von der IKB erwartet, die Wirtschaftsdynamik etwas verlangsamt. Das BIP-Wachstum im zweiten Quartal betrug 0,5 % zum Vorquartal. Im ersten Vierteljahr hatte die Wirtschaft noch positiv überrascht und legte kräftig um 0,7 % zu. Trotz der Wachstumsverlangsamung bleibt die spanische Wirtschaft relativ widerstandsfähig gegenüber dem schwächeren außenwirtschaftlichen Umfeld und dem politischen Stillstand im eigenen Land. Aufgrund der Uneinigkeit und Blockadehaltung des Parlaments drohen im November wieder Neuwahlen, das wären die vierten in nicht einmal vier Jahren. Im Land selbst ist die Bevölkerung zunehmend konsterniert über die Unfähigkeit der Parteien zur Regierungsbildung. Dabei stauen sich Themen wie die Schieflage der Rentenkasse, ein veraltetes Steuersystem, der ungelöste Konflikt in Katalonien u.a.,

die angegangen werden müssten. Zum Glück hält die robuste Konjunktur, so dass sich der Finanzstatus des Staates aktuell nicht verschlechtert. Die IKB bleibt bei ihrer BIP-Wachstumsprognose von knapp über 2 % für 2019.

Italien: Es bleibt bei der Seitwärtsbewegung

Italiens Wirtschaft stagnierte im zweiten Quartal; im ersten Vierteljahr gab es noch ein geringfügiges Plus von 0,1 %. Das BIP liegt damit auf dem Vorjahresquartalsniveau. Seit Ende 2017 befindet sich die italienische Wirtschaft in einer klaren Seitwärtsbewegung und im Einklang mit den Erwartungen der IKB. Die BIP-Wachstumsprognose bleibt daher unverändert bei 0,2 % für 2019. Die stagnierende Wirtschaft, fehlende Reformen und Steuersenkungen ohne Gegenfinanzierung werden die zweithöchste Staatsverschuldung in der Euro-Zone (nach Griechenland) weiter ansteigen lassen. Das ungelöste Schuldenproblem Italiens wird immer wieder zu einem Konflikt mit der EU führen und gibt zudem der EZB keinen Raum, selbst mittelfristig von ihrer Niedrigzinspolitik abzuweichen (s. *IKB-Kapitalmarkt-News* „*Schuldenquoten in der Euro-Zone: keine Entspannung in Sicht*“).

Fazit: Im ersten Quartal des Jahres überraschten die BIP-Daten vieler Länder noch positiv. Im zweiten Vierteljahr zeigte sich aber die erwartete konjunkturelle Abschwächung für die USA und die Euro-Länder, auch wenn einige Länder sich recht widerstandsfähig zeigen. Auffällig sind die allgemeine Anfälligkeit des Industriegesektors sowie eine tendenzielle Zurückhaltung bei Investitionen, aber auch Sondereffekte, wie der Abbau von Lagerbeständen, die im Zuge des ursprünglich geplanten Brexit-Termins Ende März aufgebaut wurden. Der private Konsum bleibt dagegen vielfach eine Stütze.

Aktuell verläuft die BIP-Entwicklung der Länder im Rahmen der IKB-Erwartungen, so dass die BIP-Prognosen relativ unverändert blieben. Dennoch, die erwartete allgemeine Belebung der Konjunktur wird zunehmend unsicherer, da eine Stabilisierung vieler Frühindikatoren – wie Stimmungsindizes und Auftragseingänge – noch nicht ersichtlich ist. Zudem scheinen Handelsstreitigkeiten und Konjunktursorgen die Unternehmen zunehmend zu verunsichern. Die weiterhin unklare Ausgestaltung des Brexit bleibt ebenfalls ein Belastungsfaktor, insbesondere für Europa. Damit ist das Prognoserisiko klar abwärtsgerichtet.

Dr. Klaus Bauknecht, Klausdieter.Bauknecht@ikb.de
Dr. Carolin Vogt, carolin.vogt@ikb.de

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

	2017	2018	2019P	2020P
Deutschland	2,8%	1,6%	0,6%	1,1%
Euro-Zone	2,6%	1,9%	1,1%	1,3%
UK	1,8%	1,4%	0,9%	0,0%
USA	2,4%	2,9%	2,3%	1,9%
Japan	1,9%	0,8%	1,0%	0,7%
China	6,8%	6,6%	6,3%	6,0%

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

	2017	2018	2019P	2020P
Deutschland	1,5%	1,7%	1,6%	1,7%
Euro-Zone	1,5%	1,8%	1,3%	1,4%
UK	2,7%	2,5%	1,9%	2,2%
USA	2,1%	2,4%	1,8%	2,1%
Japan	0,5%	1,0%	0,8%	1,2%
China	1,6%	2,2%	2,3%	2,2%

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

	29. Aug	Ende 2019	in 9M	Ende 2020
3M-Euribor	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
3M-USD-Libor	2,3	2,0	1,5	1,2
10-Jahre Bund	-0,7	-0,4	-0,2	0,0
10-Jahre U.S. Treasury	1,5	1,5	1,6	1,5

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

	29. Aug	Ende 2019	in 9M	Ende 2020
EUR/USD	1,11	1,14	1,18	1,24
EUR/GBP	0,91	0,90	0,92	0,93
EUR/JPY	117	123	127	133
EUR/CHF	1,09	1,11	1,15	1,14
EUR/HUF	330	326	322	320
EUR/CZK	25,9	25,7	26,0	26,2
EUR/TRY	6,47	6,60	7,02	7,40
EUR/PLN	4,39	4,36	4,34	4,38
EUR/RUB	74,1	74,0	75,7	76,7
EUR/MXN	22,4	22,2	22,4	22,6
EUR/ZAR	17,2	16,8	17,1	17,6
EUR/CNY	7,95	8,02	8,15	8,25
EUR/CAD	1,48	1,48	1,50	1,54
EUR/AUD	1,65	1,62	1,63	1,65

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) EZB; FRED und IKB-Prognosen (in 3M; 6M; Ende 2019)

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 Werbemitteilung 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-Bötzkjes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0
Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4492

August 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