

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

Eugenia Wiebe
+49 211 8221 3174
Eugenia.Wiebe@ikb.de

Deutsche Konjunktur: Talsohle durchschritten **2**

Wirtschaftsdynamik im Schlussquartal 2019 überraschte positiv • Industrieschwäche belastete 2019 • Nachfragekräfte sind nach wie vor intakt • Stimmung hellt sich tendenziell auf trotz leichter Eintrübung im Januar • IKB erwartet moderate Wachstumsbeschleunigung für 2020

Kapitalmärkte: Viren schüren die Sorgen der Finanzmärkte, doch die realwirtschaftlichen Kosten sind überschaubar **4**

Corona-Virus verunsichert weltweit die Finanzmärkte • Kurzfristige negative realwirtschaftliche Folgen in China sind nicht auszuschließen • Mittelfristige Folgen sollten überschaubar bleiben – auch für die deutsche Wirtschaft • Risikoaversion sollte nur vorübergehend bestehen • DAX erhält grundsätzlich weiter positive Unterstützung

EZB-Strategie: Inflationsziel auf dem Prüfstand? **6**

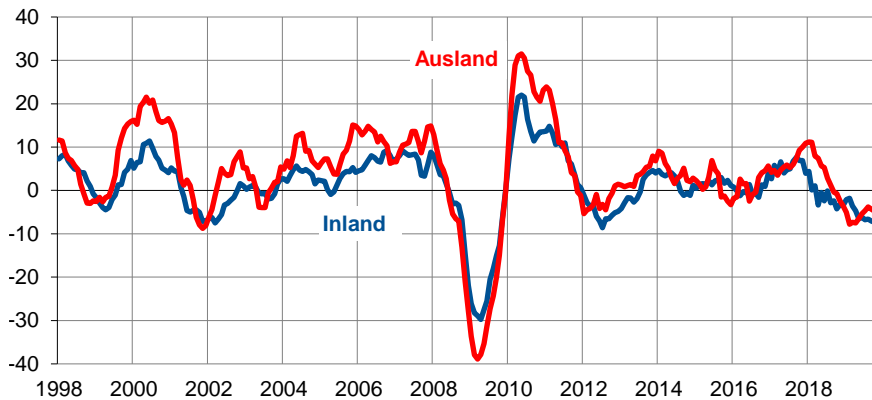
Senkung des Inflationszielniveaus bringt keine Stabilität • Geldpolitik ist effektiver, Inflation und Wachstum zu bremsen als anzutreiben • Vor allem Störgrößen wie Vertrauensbruch, hohe Verschuldung behindern den Einfluss von Zinsen • Notenbankziele sollten im Kontext ihrer Effektivität stehen und pragmatisch sein • Breite Inflationsspanne oder gar kein Inflationsziel

Anstieg des Goldpreises: Wie lange noch? **8**

Seit Mitte 2018 im Aufwärtstrend • Expansivere Fed-Politik mit sinkenden US-Zinsen waren Auslöser • Fundamentale Treiber können Goldpreis aktuell vollständig erklären und signalisieren kein Korrekturpotenzial • Risiko eines Goldpreisverfalls wird als gering eingeschätzt

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



IKB-Prognose 2020

Reale Veränderung in %,
saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

Deutschland	0,8
Euro-Zone	1,3
UK	0,6
USA	1,9
Japan	0,5
China	6,0

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

Deutsche Konjunktur: Talsohle durchschritten

Auf Grundlage der aktuellen Frühindikatoren sowie der anhaltend robusten gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ist mit einer moderaten BIP-Wachstumsbeschleunigung in der ersten Jahreshälfte 2020 zu rechnen.

Die aktuelle, leichte Eintrübung des ifo Geschäftsklimas ändert an diesem Bild grundsätzlich nichts, da der starke Anstieg im Dezember und die tendenzielle Verbesserung des Index seit August 2019 eine grundsätzlich positive Wachstumsdynamik spiegeln.

Insgesamt scheint die Erwartung eines weiterhin schwachen BIP-Wachstumsverlaufs auch in diesem Jahr, den viele Prognosen nach wie vor unterstellen, immer weniger haltbar. Die IKB erwartet für das Jahr 2020 kalenderbereinigt ein BIP-Wachstum von 0,8 % und nicht-kalenderbereinigt von 1,2 %. Da hierfür eine nur moderate Erholungsdynamik notwendig ist, kann das Prognoserisiko als ausgeglichen angesehen werden.

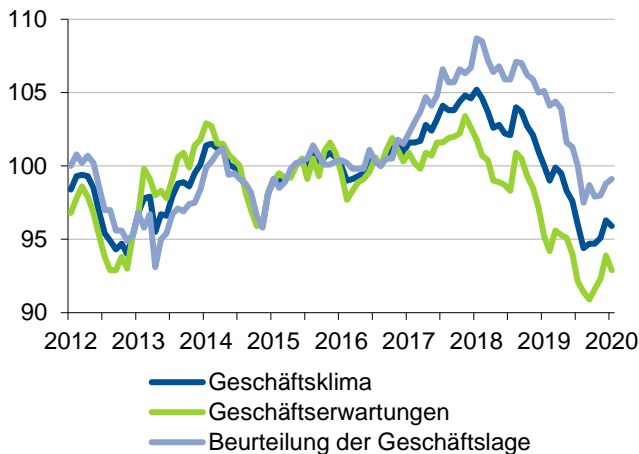
Aktuelle Konjunkturdynamik lässt hoffen,

Das Statistische Bundesamt attestierte der Wirtschaft ein BIP-Wachstum von 0,6 % im Jahr 2019, was auf eine BIP-Dynamik von rund 0,15 % im vierten Quartal schließen lässt. Die Dynamik fiel damit etwas besser aus als vielfach erwartet wurde. Die abschließenden Werte für das vierte Quartal liegen noch nicht vor, aber das Statistische Bundesamt geht von einer leichten Beschleunigung des Wachstums gegenüber dem Vorquartal aus. Entscheidend ist, dass trotz der anhaltend schwachen Produktionszahlen aus der Industrie der eigentliche Konjunkturverlauf durchaus dynamischer verlaufen ist. Zwar musste die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes im letzten Jahr einen Rückgang von rund 4,5 % hinnehmen. Die Nachfrage der Wirtschaft blieb allerdings intakt und stieg insgesamt um 1,5 %. Wachstumstreiber 2019 war erneut der Private und staatliche Verbrauch. Wie bereits 2018 bremste der Außenhandel die Dynamik. Zudem dämpfte der starke Lagerabbau, der 0,9 %-Punkte am Wachstumsverlust erzeugte. Hier kann sich durchaus eine Verunsicherung der Unternehmen zeigen; fest steht aber, wenn dieser Lagerabbau nicht möglich gewesen wäre, dann hätte die deutsche Wirtschaft 2019 um 1,5 % statt 0,6 % zugelegt.

Die Datenlage stärkt nicht nur die Erwartung einer Bodenbildung, sondern stützt durchaus die Perspektiven für eine Erholung bzw. Wachstumsbeschleunigung der Industrie sowie des gesamten Bruttoinlandsprodukts in diesem Jahr.

- Der Einkaufsmanagerindex hat sich im Januar für die Gesamtwirtschaft und für die Industrie erholt, bleibt allerdings für die Industrie unter der Expansionsschwelle von 50 Punkten.
- Der deutliche Rückgang der deutschen Industrieproduktion zeigt eine klare Überreaktion im Vergleich zum globalen Verlauf. Auch wenn strukturelle Themen mehr und mehr im Fokus stehen, besteht kurzfristig weiterhin ein gewisses Korrekturpotenzial. Außerdem zeigt auch der globale Zyklus Stabilisierungstendenzen.
- Ein anhaltender, wachstumsdämpfender Abbau von Lagerbeständen ist nicht zu erwarten.

ifo Geschäftsklima, Deutschland 2015 = 100



Quelle: ifo

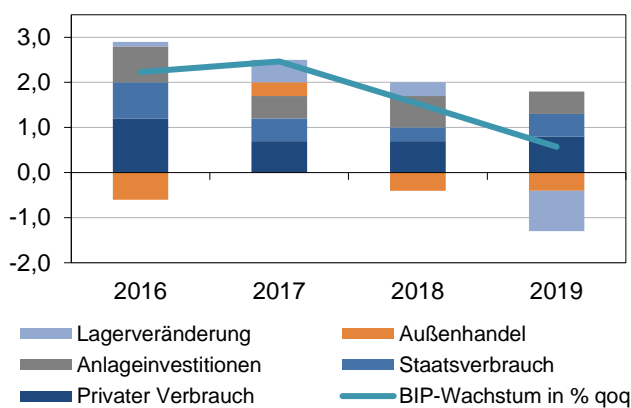


... auch wenn das aktuelle ifo Geschäftsklima auf den ersten Blick enttäuschte

Nachdem sich die Stimmung der Unternehmen zum Jahresende deutlich aufgehellt hatte, gab es im Januar 2020 eine Eintrübung. Das ifo Geschäftsklima konnte den starken Dezember-Wert nicht halten; es sank leicht um 0,4 Zähler. Dabei verbesserte sich die Lage-Einschätzung geringfügig um 0,3 Zähler. Die Geschäftserwartungen trübten sich hingegen ein. Dieser Teilindex sank um 1,0 Zähler auf 92,9 Punkte.

Der aktuelle Rückgang des ifo Index ist im Kontext des starken Anstiegs im Dezember 2019 zu sehen. Empirische Analysen deuten zudem darauf hin, dass es nicht die einzelnen Komponenten sind, sondern der gesamte Index ist, der die höchste Aussagekraft für den zukünftigen Konjunkturverlauf aufweist. Das ifo Geschäftsklima hat einen Vorlauf von nur einem Quartal. Der aktuelle Januarwert gibt somit eine erste – allerdings nur grobe – Indikation für den BIP-Wachstumsverlauf für das zweite Quartal 2020. Auch aus dieser Sicht sollte der aktuelle Rückgang nicht isoliert betrachtet und damit nicht überwertet werden. Denn der Anstieg des durchschnittlichen ifo-Werts im vierten Quartal 2019 (auf 95,4) deutet bereits für erste Quartal 2020 auf eine Beschleunigung des BIP-Wachstums hin. Abb. 3 zeigt den BIP-Wachstumsverlauf auf Grundlage des ifo Index.

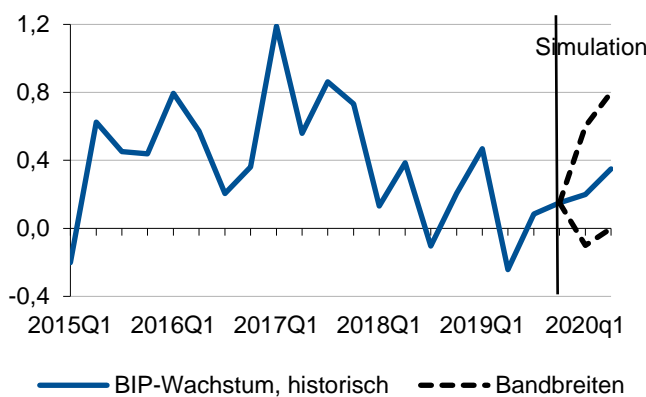
BIP-Komponenten; Wachstumsbeiträge in %-Punkten



Quelle: Statistisches Bundesamt



Reales BIP-Wachstum in % zum Vorquartal



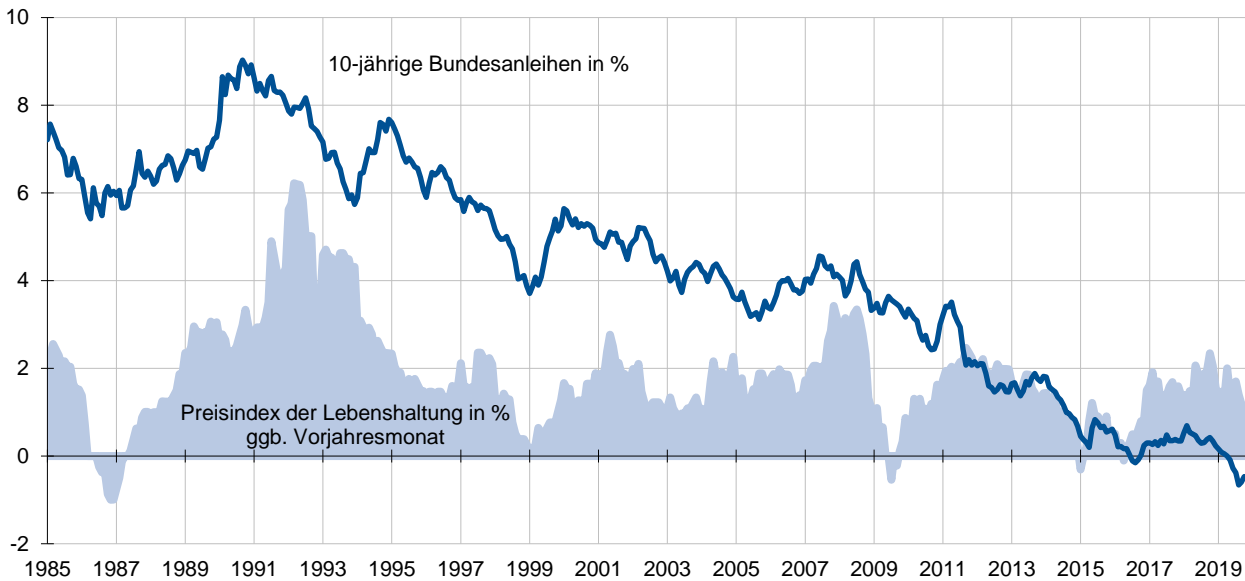
Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Simulation



Für das erste Quartal 2020 haben wir eine leichte Stimmungsaufhellung im Februar und März unterstellt. Demnach würde der Durchschnittswert im ersten Quartal auf 96,1 ansteigen. Verglichen mit dem aktuellen Januar-Wert von 95,9 Punkten ist dies sicherlich kein bedeutender Anstieg. Wie Abb. 3 zeigt, würde diese Stimmungsaufhellung bereits für eine Wachstumsbeschleunigung im zweiten Quartal ausreichen. Der seit August tendenziell verbesserte ifo Index stärkt diese Einschätzung. Damit bleibt die IKB bei ihrer BIP-Prognose: Sie erwartet für 2020 ein BIP-Wachstum von kalenderbereinigt 0,8 % und nicht-kalenderbereinigt 1,2 %.

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

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

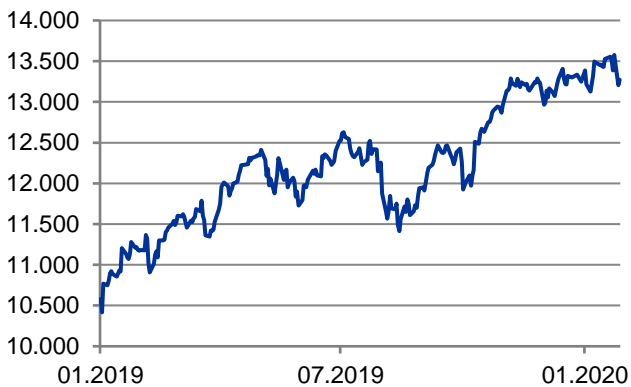


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Viren schüren die Sorgen der Finanzmärkte, ...

DAX-Entwicklung, Index in %



Quelle: Bloomberg



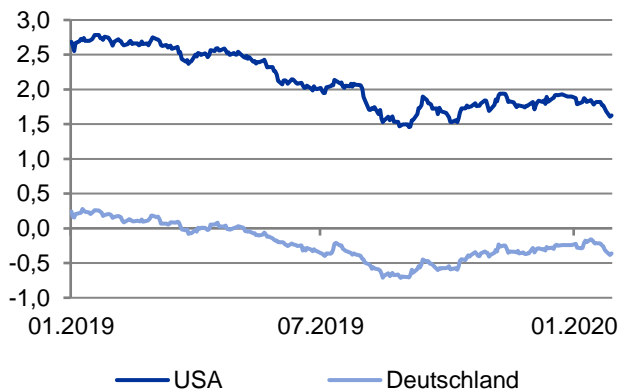
Nach der Deeskalation bei der US-Handelspolitik sowie möglichen geringeren Risiken durch den Brexit scheint aktuell eine neue Gefahr für die globale Konjunktur aufzukommen: das Coronavirus. Finanzmärkte sowie -analysten erwarten zunehmend, dass der Erreger Spuren in der Konjunkturdynamik hinterlassen wird – zumindest in diesem Jahr. Zwar scheint Konsens darüber zu bestehen, dass die Konsequenzen überschaubar bleiben; Nachrichten über den dynamischen Ansteckungsverlauf sollten allerdings vorübergehend weiter für Unsicherheit sorgen. Denn erst Mitte März, so die aktuelle Einschätzung, wird die Anzahl der Infizierten ihren Höhenpunkt erreichen.

Was die wirtschaftlichen Kosten betrifft, sollten diese im Rahmen bleiben. Denn China hat zwar aufgrund des saisonbedingten hohen Reiseaufkommens mit drastischen Maßnahmen reagiert, die kurzfristig den wirtschaftlichen Schaden ausweiten können, die Epidemie fällt aber zeitlich zusammen mit dem chinesischen Neujahrsfest, also in eine Saison, die traditionell wenig Wirtschaftsdynamik zeigt. Zur Schätzung möglicher kurz- sowie mittelfristiger Implikationen wird oftmals auf die SARS-Epidemie aus dem Jahr 2003 verwiesen. Deren Einfluss war zwar nicht zu vernachlässigen, aber die Konjunkturdynamik wurde nur kurzfristig negativ beeinflusst. Aktuell sind zudem fiskalische Gegenmaßnahmen aus China zu erwarten.

Neben den isolierten chinesischen Städten sollten vor allem Reiseziele wie Hongkong oder Macau von nachlassenden Touristenströmen betroffen sein. Außerhalb Chinas sind es insbesondere Vietnam, Thailand und Japan, bei denen die Anzahl chinesischer Reisender rückläufig sein dürfte. Die Ausbreitung des Virus und Sorgen vor einer Epidemie haben zu einer breiten Risikoaversion auf den globalen sowie lokalen Finanzmärkten geführt. Aktienkurse gaben deutlich nach. Bund- und US-Renditen sind gefallen, und Industrierohstoffe kamen unter Druck. Doch ob diese Reaktionen Übertreibungen, Korrekturen oder anhaltend negative Marktentwicklungen darstellen, ist aktuell nur schwer zu beurteilen.

... doch die realwirtschaftlichen Kosten sind überschaubar

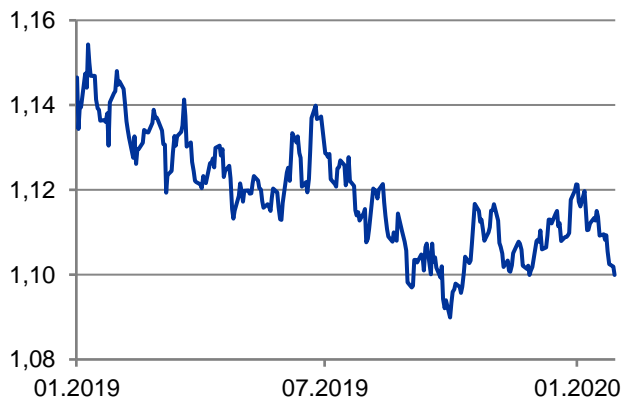
Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in %



Quelle: Bloomberg



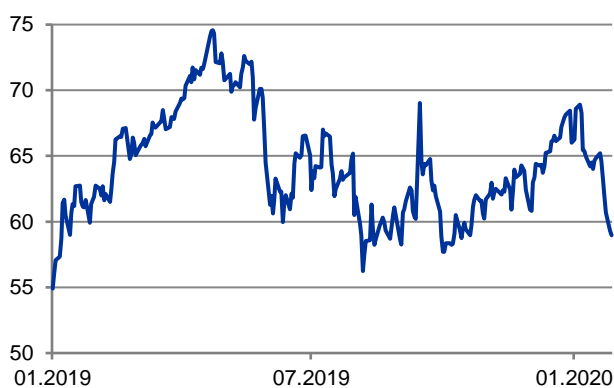
Euro-US-Dollar, 1 Euro = ... US-Dollar



Quelle: Bloomberg



Ölpreis, Brent/Barrel in US-Dollar



Quelle: Bloomberg



Die derzeitige Meinung über die Auswirkungen des Virus deutet kurzfristig auf höhere wirtschaftliche Kosten, aber keine nachhaltig negativen Entwicklungen hin. Aus dieser Sicht ist von einer gewissen Übertreibung auf den Finanzmärkten auszugehen.

Da lediglich ein kurzfristiger Verlust an Wirtschaftsleistung (BIP) droht, ist nicht unbedingt die gesamte Bewegung des Marktes auf Risikoaversion zurückzuführen. Auch kann sie in Abhängigkeit von der weiteren Entwicklung durchaus anhalten. Werden allerdings die Entwicklungen und Kosten der SARS-Epidemie als Grundlage genommen, sollten mögliche wirtschaftliche Implikationen für die deutsche Wirtschaft gering bleiben. Auch ist in diesem Fall die Entwicklung des DAX größtenteils als Überreaktion anzusehen. Allerdings gibt es noch keine belastbaren Beweise, dass die aktuelle Entwicklung in der Tat mit der SARS-Epidemie korrespondiert.

Weniger Unsicherheit scheint es bei der deutschen Konjunktur zu geben. Frühindikatoren bestätigen die Erwartung, dass das BIP-Wachstum in der ersten Hälfte 2020 an Dynamik zulegen sollte. Bleiben die Auswirkung des Coronavirus, wie erwartet, überschaubar, kann unverändert von einer konjunkturellen Erholung im Verlauf des Jahres 2020 ausgegangen werden. Allerdings kann sich das BIP-Wachstum in China im ersten Quartal durchaus merklich verlangsamen, bevor Aufholeffekte die Konjunktur im zweiten und dritten Quartal stützen dürften. Insgesamt bleibt das Risiko negativer Nachrichten vor allem kurzfristig hoch, was den Risikoappetit der Märkte dämpfen sollte. Dies stützt die positive Entwicklung des Goldpreises (*siehe Beitrag S. 8*).

Mittelfristig ist angesichts der globalen Konjunktur, der aktuellen DAX-Bewertungen und der Bundrenditen-Niveaus durchaus mit einer fundamentalen Unterstützung für den DAX zu rechnen. Allerdings mögen sich bereits neue Unsicherheiten zusammenbrauen – diesmal eher aus dem Westen als aus dem Osten: Denn am Dienstag, 3. November 2020 sind US-Präsidentenwahlen. Ob dieses Datum eine Opportunität oder eher ein Risiko für die Weltkonjunktur darstellt, ist aktuell vollkommen offen.

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

EZB-Strategie: Inflationsziel auf dem Prüfstand?

Die Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB steht zunehmend im Fokus der Analysten. Insbesondere die Möglichkeit, das Niveau oder die Definition des Inflationsziels zu verändern, schürt Spekulationen, die Überprüfung könne konkrete geldpolitische Folgen haben. Auch wenn Lagarde davor warnt, sind diese Spekulationen vor allem aufgrund der negativen Nebeneffekte der aktuellen geldpolitischen Ausrichtung und anhaltend negativer Renditen angebracht. Dies könnte in diesem Jahr zu höherer Volatilität auf den Renditemärkten führen.

Erste EZB-Sitzung im neuen Jahr

Wie erwartet, hat die EZB ihren geldpolitischen Kurs nicht verändert. Die Zinsen bleiben bei den bekannten Niveaus von 0 % bzw. -0,5 % und das Aufkaufvolumen bei netto 20 Mrd. Euro pro Monat. Da die wirtschaftlichen Daten weder klare Anzeichen einer Erholung noch einer Abkühlung spiegeln, kommt die EZB aufgrund ihres unveränderten Kurses in keine Erklärungsnot, und sie sollte auch die Finanzmärkte nicht nennenswert überrascht bzw. beeinflusst haben. Die EZB betonte, dass die Euro-Wirtschaft trotz eines schwachen Industriegesektors durchaus robust ist, wie der Arbeitsmarkt und der private Konsum andeuten. Das konjunkturelle Risiko ist jedoch weiterhin nach unten gerichtet, auch wenn nicht mehr so ausgeprägt, wie es in der letzten Sitzung formuliert wurde. Die Kreditnachfrage bis auf Immobilienkredite hat sich etwas abgeschwächt. Insgesamt muss, so Lagarde, die Geldpolitik weiterhin und noch auf Sicht äußerst unterstützend bleiben. In gewohnter Weise betonte die EZB die Notwendigkeit weiterer struktureller Reformen.

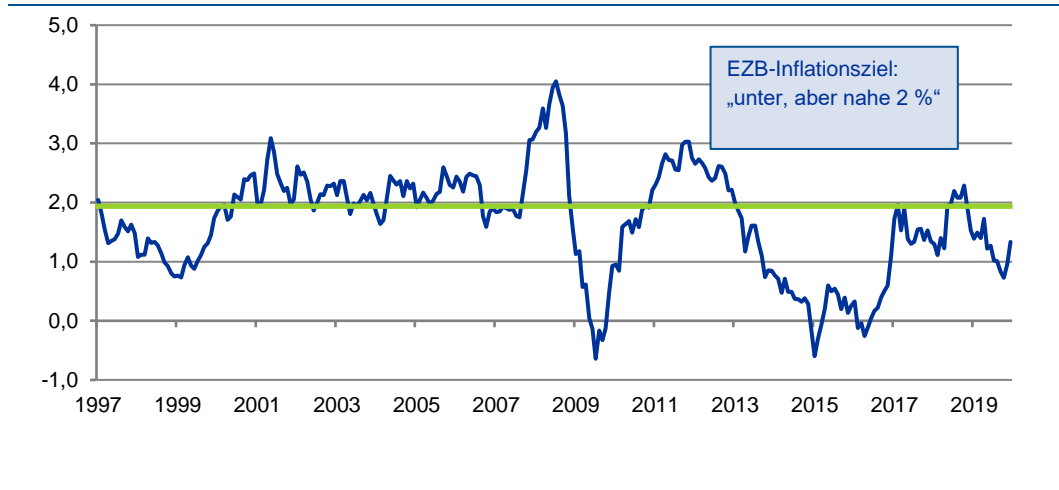
In der Pressekonferenz lag der Fokus verstärkt auf der angekündigten strategischen Überprüfung der EZB-Politik. Da die EZB den Prozess erst startet, war in der letzten Sitzung mit keinen konkreten Ergebnissen zu rechnen. Allerdings hat sich die EZB zum Zeitplan und Umfang der Überprüfung geäußert. Infolge der strategischen Überprüfung, die auch die Überprüfung des Inflationsziels einschließen wird, sollten 2020 Spekulationen über eine mögliche Zielanpassung der EZB zu einem präsenten Thema werden. Eine perspektivische Senkung des Inflationsziels würde jedoch nicht automatisch eine Normalisierung der Geldpolitik bedeuten. Entscheidend ist nicht das aktuelle Zinsniveau, sondern eher, was ein Anstieg der Zinsen für die Wirtschaft der Euro-Zone bedeuten würde. Lagarde warnte jedoch, keine konkreten Rückschlüsse über mögliche Implikationen vor Beendigung der Überprüfung Ende 2020 zu machen.

Meinung zur Geldpolitik: Konditionsloses Inflationsziel sorgt für Instabilität

Mit der Überprüfung der EZB-Strategie in einem „strategic review“ hat die EZB eine Diskussion angestoßen, wie angemessen ihr Inflationsziel ist. Alternative Inflationsziele bzw. ein niedrigeres Zielniveau sind denkbar. Sicherlich ein Grund für diese Überlegungen ist, dass die EZB ihr Inflationsziel seit 2013 nach unten verfehlt hat und dieses Ziel somit nicht als zur Realität symmetrische Inflationserwartung gesehen werden konnte. Die Prognosen der EZB deuten erst am Horizont auf eine Annäherung an die Zielgröße von knapp unter 2 % an. Für das Jahr 2020 geht die EZB noch von einer Inflationsrate von 1,1 % aus, im Jahr 2021 erwartet sie 1,4 % und 2022 rechnet sie mit einer Inflationsrate von 1,6 %. Sie erwartet demnach trotz der anhaltenden geldpolitischen Lockerung keine kurzfristige Zielerreichung. Die durchschnittliche Inflationsrate zwischen 2013 und 2019 lag sogar nur bei 1 %.

Damit könnte die Geldpolitik als nicht ausreichend expansiv angesehen werden: Da das Ziel noch immer nicht in sichtbare Nähe gerückt ist, bedarf es zusätzlicher Anstrengungen. Dies würde jedoch eine anhaltend negative, extreme Zinspolitik mit sich bringen. Alternativ wäre eine Senkung des Zielniveaus denkbar: Nicht die Geldpolitik müsste sich dann anpassen, um das Ziel zu erreichen, sondern das Ziel würde angepasst, um Raum für eine Geldpolitik zu schaffen, die weniger negative Nebeneffekte mit sich bringen würde. Dies ist notwendig, weil das aktuelle Ziel den Einfluss der Notenbankpolitik auf die Wirtschaft nicht ausreichend abbildet. Schließlich führte die EZB-Politik in manchen Assetklassen wie Immobilien sehr wohl zu Inflationsentwicklungen.

Abb. 1: Euro-Zone: Inflationsrate in %

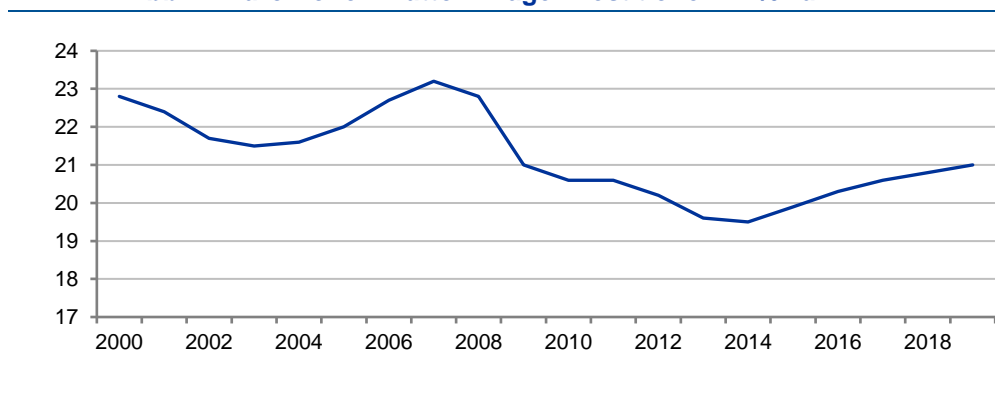


Quelle: Eurostat

Sicherlich gibt es unterschiedliche Berechnungen der Inflation. Geht es um Preise für produzierte Güter im Inland, wäre der BIP-Deflator sinnvoll. Bei konsumierten Gütern wäre der Deflator des privaten Verbrauches angebracht. Ob Verbraucherpreisindex (VPI) oder -deflator, beide fokussieren sich auf Konsumgüter und weniger auf Vermögenspreise. Häuserpreise spielen nur über ihren Einfluss auf Mietpreise eine Rolle. Wohnungsmieten sind mit 21 % der größte Einzelposten bei der VPI-Berechnung (10,4 % im HVPI). Allerdings hat die Erhebung nicht die Neuvermietung, sondern den Durchschnitt im Fokus: Nicht die Mieten infolge eines neuen Einzugs stehen im Fokus, sondern die aus einer repräsentativen Stichprobe aller Mieten. Damit wird wenig ausgesagt, wie es um die Mietpreisentwicklung für Wohnungssuchende steht.

Mögliche Verteilungseffekte der Notenbankpolitik wie zunehmende Immobilienkredite oder negative Bundrenditen sind nicht ausreichend im Inflationsziel berücksichtigt. Denn gerade in Zeiten einer außerordentlich expansiven geldpolitischen Ausrichtung löst die Notenbank bedeutende Verteilungseffekte aus – zwischen Schuldnern und Gläubigern, Mietern und Eigentümer, aktuellen und zukünftigen Generationen. Ein uneingeschränkter geldpolitischer Fokus auf eine Einflussgröße – die Inflation – ist demnach suboptimal: Um das Inflationsziel zu erreichen, kann die EZB-Politik bedeutende negative Nebeneffekte mit sich bringen, die nicht in der Reaktionsfunktion der Notenbank einfließen. In einem „normalen“ Umfeld von Inflation und Zinsen sollte dies weniger bedeutend sein. In einem Umfeld jahrelang negativer Zinsen allerdings schon. So sollte das Mandat der Notenbank auch immer einen gewissen Handlungsspielraum lassen.

Abb. 2: Euro-Zone: Brutto-Anlageinvestitionen in % zum BIP



Quelle: EIU

Wenn nur die EZB handlungsfähig bzw. handlungsbereit ist, kann dies zu einer extremen Politik führen, da sie „überkompensieren“ muss. Dies gilt vor allem für Zielgrößen, die die Notenbank nicht allein und vollständig kontrollieren kann. Die Investitionsdynamik in der Euro-Zone ist hierfür ein Beispiel. Niedrige Zinsen haben einen positiven Einfluss auf Investitionen. Andere Faktoren wie Vertrauen bzw. Zuversicht und Wirtschaftswachstum sind allerdings ebenfalls bedeutend, wenn nicht bedeutender. Springen mangels fehlender Reformen und anhaltender Zweifel über die Zukunft der Euro-Zone Investitionen nicht ausreichend an, bringt dies die Notenbank in die prekäre Lage, dass sie durch deutliche Zinssenkungen versuchen muss, andere Einflussgrößen zu „übertönen“. Gleiches gilt für die Inflationsrate, denn auch sie wird von vielen Faktoren bestimmt, über die die Notenbank nur begrenzten Einfluss hat. Hierzu zählt die allgemeine Geldmenge. Die EZB hat zwar ihre Bilanzausweitung vollständig unter Kontrolle, das allgemeine Geldmengen- bzw. Kreditwachstum jedoch weniger. Seit Jahren kommt beides in der Euro-Zone nicht ausreichend in Gang, um ein höheres nominales BIP-Wachstum und damit auch eine ausreichend hohe Inflationsdynamik zu erzeugen. Störgrößen wie Vertrauenseinbruch, hohe Verschuldung sowie eine schwache Investitionsdynamik verhindern den unter „normaleren Umständen“ zu erwarteten Einfluss der Zinsen.

Einschätzung: Das Niveau des EZB-Inflationsziels zu senken, um damit eine „normalere“ Geldpolitik zu ermöglichen, adressiert nicht das eigentliche Problem: Die Geldpolitik ist um einiges effektiver darin, Inflation und Wachstum zu bremsen als anzukurbeln – sie ist wie eine Schnur, an der man ziehen kann, die sich aber kaum schieben lässt. Es ist daher erforderlich, dass andere Einflussfaktoren in der Wirtschaft den Einfluss der Zinsen stärken. Das Ziel der Notenbank muss deshalb im Kontext ihrer Effektivität definiert werden. Die EZB sollte deshalb pragmatisch eine breite Inflationsspanne verfolgen oder auf ein Inflationsziel ganz verzichten.

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

Anstieg des Goldpreises: Wie lange noch?

Der Goldpreis steigt in der Tendenz seit Mitte 2018. Auslöser waren vor allem die Umkehr zu einer expansiveren Fed-Zinspolitik und daraus resultierende deutlich sinkende US-Renditen. Der aktuelle Goldpreis kann vollständig durch seine fundamentalen Treiber 10-jährige US-Renditen, US-Inflation sowie Devisenkurs des US-Dollar erklärt werden und zeigt kein kurzfristiges Korrekturrisiko. Denn um die aktuelle Entwicklung des Goldpreises zu stoppen bzw. eine Abwärtskorrektur einzuleiten, wäre ein deutlicher Anstieg der US-Renditen in Verbindung mit einer dynamischeren US-Konjunktur erforderlich.

Falls sich die US-Konjunktur 2020 überraschend deutlich eintrübt und die Fed die Zinsen bereits in diesem Jahr senkt, könnte der Goldpreis die Marke von 1.700 US-\$ pro Unze erreichen. Das Risiko eines nennenswerten Goldpreisverfalls kann als deutlich geringer eingeschätzt werden.

Dynamik seit Mitte 2018 – ein anhaltender Aufwärtstrend?

Hohe Schuldenquoten, niedrige Zinsen und eine schwächelnde Konjunktur stellen den Werterhalt des Geldes und die Stabilität des aktuellen Finanzsystems infrage. Die anhaltende Krisenpolitik der Notenbanken und die daraus folgende Zinspolitik verstärken Ängste vor einer schleichenden Entwertung des Vermögens. Dies gilt insbesondere für die Euro-Zone, in der Geldmarktsätze und risikofreie Renditen schon seit Jahren niedriger ausfallen als die Inflationsrate und zudem sogar negativ notieren. Auch in den USA sind risikofreie Anleihen im Vergleich zur dortigen Inflationsrate alles andere als eine werterhaltende Anlage. Seit der Finanzkrise hat Gold deshalb an Attraktivität gewonnen, und sein Preis konnte zuletzt weiter zulegen.

Die meisten Prognostiker erwarteten Anfang 2019 einen eher stabilen Goldpreis. Es dominierte die Erwartung, dass sich die globale Konjunktur belebt, die Fed die Zinsen weiter anheben wird und die Unsicherheit über den globalen Handel bzw. die US-Handelspolitik endet. In solch einem Kontext hätte die Sorge über den Werterhalt von Vermögen eine untergeordnete Rolle gespielt. Doch es kam anders: Die Fed hat die Zinsen gesenkt, und die Finanzmärkte haben aufgegeben, eine perspektivische Normalisierung des Zinsniveaus zu erwarten. Dies gilt in den USA wie in der Euro-Zone. So sind 10-jährige US-Renditen seit Anfang des Jahres 2019 von über 2,7 % auf unter 1,5 % im September 2019 gefallen; Bundrenditen sanken von 0,3 % auf unter -0,6 %. In der Folge ist der Goldpreis von Mai bis August 2019 um rund 200 US-\$ auf 1.500 US-\$ pro Unze gestiegen.

Seit September 2019 hat sich das Bild etwas stabilisiert. US-Renditen konnten auf 1,8 % zulegen, aber weitere deutliche Senkungen des US-Leitzinses werden für 2020 als eher unwahrscheinlich angesehen. Auch der Goldpreisanstieg hatte Ende vergangenen Jahres an Dynamik verloren. Die geopolitischen Entwicklungen haben ihn jedoch zu Jahresanfang 2020 erneut deutlich nach oben bewegt. Zwar ist mit der Entspannung des USA-Iran-Streits auch der Goldpreis wieder etwas gesunken; er bleibt jedoch selbst nach einer Korrektur weiterhin auf hohem Niveau, und **der seit Mitte des Jahres 2018 geltende Aufwärtstrend scheint weiter intakt zu sein**. Wie ist das aktuelle Niveau des Goldpreises aus fundamentaler Sicht einzuschätzen, und wie stellt sich der Ausblick bzw. das Risikoprofil für 2020 dar?

Abb. 1: Goldpreis in US-Dollar pro Unzen



Quelle: Bloomberg

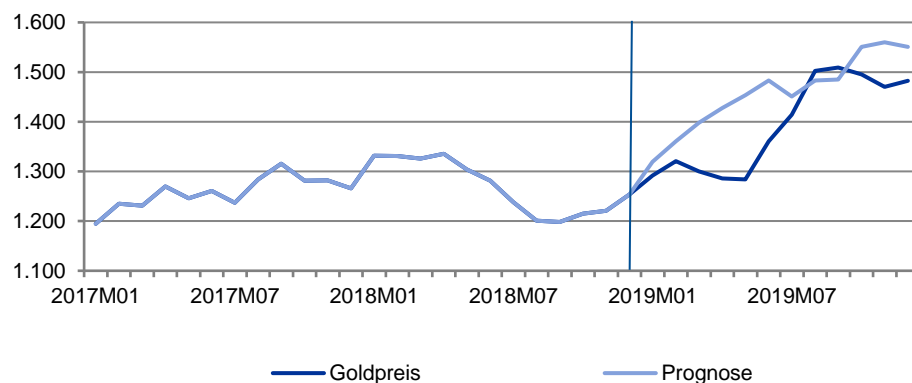
Fundamentale Treiber des US-\$-Goldpreises: 2019 war ein normales Jahr, ...

Die IKB hat Anfang 2019 ein Modell zur Bestimmung des US-\$-Goldpreises vorgestellt. Mit diesem Modell kann die Veränderung des US-\$-Goldpreises durch die fundamentalen Treiber 10-jährige US-Renditen, US-Inflation sowie Devisenkurs des US-Dollar relativ gut abgebildet werden. Der Goldpreis wird demnach durch die Attraktivität risikofreier Investitionen bestimmt: Steigende US-Renditen reduzieren die Notwendigkeit eines sicheren Investitionshafens und setzen den Goldpreis unter Druck. Eine zunehmende Inflation hingegen stärkt ihn. Da der Goldpreis in US-Dollar quotiert wird, führt ein schwächerer US-Dollar zu einem Anstieg.

Eine ansteigende Inflation sorgt nicht unbedingt für höhere Goldpreise. Denn geht die Inflation mit deutlich steigenden realen Renditen infolge einer aktiven Geldpolitik einher, so mag sich dies sogar negativ auf den Goldpreis auswirken. Es ist eher die Kombination einer relativ niedrigen oder stabilen Inflation und einer außerordentlich expansiven Geldpolitik, die den Goldpreis stärkt. Erwartungen einer eskalierenden Inflation würden nur dann den Goldpreis stützen, wenn sich Notenbankinterventionen wie Ankaufprogramme nicht in steigenden Renditen niederschlägt.

Abb. 2 zeigt die „out-of-sample“-Prognosen des bis Ende 2018 geschätzten IKB-Modells. Auf Grundlage der Treiber sowie einer Modellschätzung wäre im Jahr 2019 demnach ein Anstieg des Goldpreises auf über 1.500 US-\$ zu erwarten gewesen. Das Modell hat bereits für das zweite Quartal 2019 eine Korrektur prognostiziert. Diese hat sich zwar nennenswert erst im dritten Quartal gezeigt; die Dynamik des Goldpreises im Verlauf von 2019 ist aber dennoch konsistent mit den Modellerwartungen und damit den fundamentalen Bestimmungsfaktoren des Goldpreises. Anders ausgedrückt: Die Treiber für den Goldpreis sind 2019 unverändert geblieben. Wenn es eine Übertreibung gegeben haben sollte, dokumentiert sich diese eher im deutlichen Rückgang der US-Renditen als im Goldpreis. Auch hat eine Aktualisierung des Modells zu keinen bedeutenden Ergebnisänderungen geführt.

Abb. 2: Goldpreis und Prognose (IKB-Modell 2019); US-Dollar je Unze



Quelle: Bloomberg; IKB-Prognose

... und auch aktuell gibt es keine Überraschungen

Mit 10-jährigen US-Renditen von ca. 1,8 %, einer erwarteten US-Inflationsrate von 2,4 % im Januar 2020 (2,3 % im Dezember 2019) und der aktuellen Stärke des US-Dollar, gemessen am Bloomberg US-\$ Index signalisiert das IKB-Modell einen **fundamentalen Goldpreis von rund 1.500 US-\$ pro Unze im Januar 2020**. Der aktuelle Goldpreis von 1.550 US-\$ ist also durchaus konsistent mit seinen von der IKB unterstellten fundamentalen Treibern, und er deutet trotz des Anstiegs seit Anfang 2020 auf **keine nennenswerte Übertreibung** hin. Es gibt folglich auf Grundlage der Zinsentwicklung kein bedeutendes kurzfristiges Korrekturpotenzial. Entscheidend ist dabei jedoch weniger die aktuelle als vielmehr die zu erwartende Zins- und Inflationsentwicklung.

In höheren Lagen wird die Luft nicht unbedingt dünner

Für einen anhaltenden Anstieg des Goldpreises braucht es eine deutliche Zinssenkung der Fed, die die US-Renditen unter Druck setzt. Dies wiederum erfordert eine sich eintrübende US-Konjunktur. Aktuell wird von

der Fed keine bedeutende Veränderung ihrer Zinspolitik für 2020 erwartet. Dennoch schätzt die IKB das Risiko von Zinssenkungen im Fall einer Verlangsamung des US-Wirtschaftswachstums – vor allem im Jahr 2021 – höher ein als das Risiko weiterer Zinserhöhungen. Infolge eines sich ausweitenden US-Haushaltsdefizits sowie einer nur moderat wachsenden US-Wirtschaft ist grundsätzlich von anhaltend niedrigen US-Renditen auszugehen. Damit sollte der Goldpreis aus **fundamentaler und langfristiger Sicht nach wie vor viel Unterstützung erfahren. Die herausfordernde Frage ist dabei, ob der Goldpreis nach dem Anstieg zu Jahresanfang weiter Aufwärtspotenzial zeigt oder doch eher Abwärtspotenzial.**

Sinkende Renditen würden eigentlich für einen schwächeren US-Dollar sprechen, was wiederum den US-\$-Goldpreis stützen könnte. Allerdings bleibt fraglich, inwieweit die Fed den US-Dollar durch ihre Zinspolitik unter Druck setzen kann. Das Zinsdifferenzial vor allem zum Euro ist nun schon seit Jahren relativ stabil und beträchtlich. Eine bedeutende US-\$-Abwertung zumindest gegenüber dem Euro bleibt angesichts der geldpolitischen Ausrichtung der EZB eher unwahrscheinlich (s. *IKB-Kapitalmarkt-News 23. August 2019*).

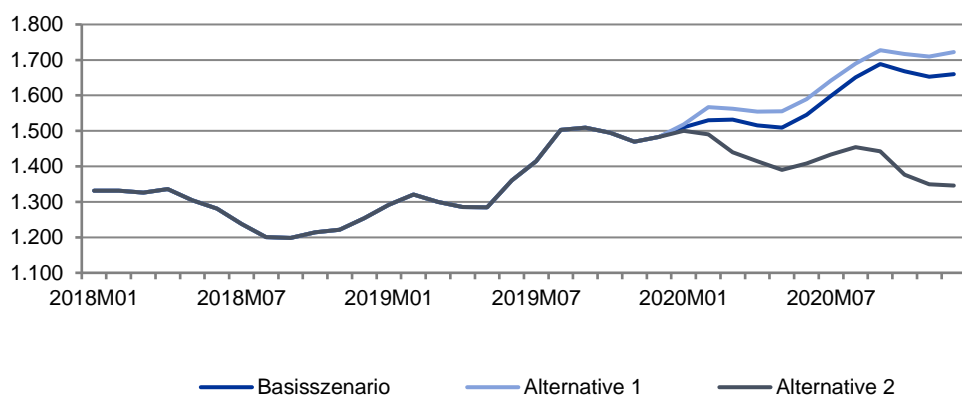
Es bräuchte eine US- bzw. globale Rezession, um den Goldpreis weiter nach oben zu katapultieren. Somit sind es eher die Gefahr einer Deflation und eine daraus resultierende Zinspolitik, die den Goldpreis kurzfristig stützen werden. Die IKB hat drei Szenarien berücksichtigt, um das Risiko zukünftiger Goldpreisbewegungen einzuschätzen. Im **Basisszenario** sinken die US-Renditen infolge sich aufbauender Konjunktursorgen moderat bis Ende 2020 auf 1,5 %. Der US-\$-Devisenkurs verliert nur 5 % an Wert und die Inflation steigt von 1,8 % im letzten Jahr auf 2,3 % im Jahr 2020. Dabei ist über die Hälfte dieses Anstieges Folge von Basiseffekten und somit kein Indiz für steigenden Inflationsdruck. Im **ersten alternativen Szenario** fallen die Zinsen stärker, 10-jährige US-Renditen beenden das Jahr 2020 bei 1,2 %, die Inflation liegt 2020 bei 1,7 %, und der US-Dollar wertet mit 10 % ab. Im **zweiten alternativen Szenario** steigen die Renditen aufgrund von erwarteten Fed-Zinsanhebungen in Verbindung mit einer positiven Konjunkturentwicklung bis Ende 2020 auf 2,8 %, der US-Dollar wertet um 5 % auf, die Inflation steigt 2020 auf 2,6 %.

Einschätzung

Simulationsergebnisse zeigen, dass zwischen Basisszenario und der ersten Alternative kein grundsätzlicher Unterschied bei der Entwicklung des Goldpreises zu erkennen ist. Bei der zweiten Alternative würde der Goldpreis hingegen unter Druck geraten. Der aktuelle Goldpreis von 1.550 US-\$ stützt eher Alternative 1; **der Goldmarkt scheint also eher skeptisch gegenüber dem US-Konjunkturverlauf gestimmt zu sein.**

Es bedarf einer neutralen bis skeptischen Einschätzung der US-Konjunktur und tendenziell sinkender US-Renditen, damit der Goldpreis in diesem Jahr weiter steigt. Schon ein moderater Rückgang der Renditen im IKB-Basisszenario reicht aus, um den seit Mitte 2018 anhaltenden Anstieg des US-\$-Goldpreises aufrecht zu halten. Das Abwärtsrisiko für den Goldpreis 2020 bleibt hingegen überschaubar: Hierfür wären **deutliche Anstiege der US-Renditen erforderlich.**

Abb. 3: Szenarien für den Goldpreis, US-Dollar je Unze



Quellen: Bloomberg; IKB-Szenarien

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

	2018	2019S	2020P	2021P
Deutschland	1,6%	0,6%	0,8%	1,6%
Euro-Zone	1,9%	1,2%	1,3%	1,6%
UK	1,4%	1,3%	0,6%	1,4%
USA	2,9%	2,3%	1,9%	1,7%
Japan	0,8%	1,0%	0,5%	0,9%
China	6,6%	6,1%	6,0%	5,8%

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

	2018	2019	2020P	2021P
Deutschland	1,7%	1,4%	1,2%	1,6%
Euro-Zone	1,8%	1,2%	1,2%	1,4%
UK	2,5%	1,8%	1,8%	2,1%
USA	2,4%	1,8%	2,4%	2,1%
Japan	1,0%	0,6%	1,0%	0,8%
China	2,1%	2,9%	2,8%	2,2%

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

	29. Jan.	in 3M	in 9M	Ende 2020
3M-Euribor	-0,40	-0,40	-0,40	-0,35
3M-USD-Libor	1,77	1,80	1,65	1,65
10-Jahre Bund	-0,37	-0,22	-0,20	-0,15
10-Jahre U.S. Treasury	1,63	1,80	1,70	1,65

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

	29. Jan.	in 3M	in 9M	Ende 2020
EUR/USD	1,10	1,12	1,13	1,15
EUR/GBP	0,85	0,85	0,87	0,88
EUR/JPY	120	122	122	123
EUR/CHF	1,07	1,08	1,08	1,10
EUR/HUF	338	333	336	334
EUR/CZK	25,2	25,2	25,2	25,3
EUR/TRY	6,56	6,58	7,00	7,24
EUR/PLN	4,28	4,23	4,27	4,31
EUR/RUB	68,9	68,6	68,2	70,0
EUR/MXN	20,6	20,8	21,0	21,5
EUR/ZAR	16,1	16,0	16,5	17,2
EUR/CNY	7,62	7,85	7,76	7,70
EUR/CAD	1,45	1,45	1,45	1,46
EUR/AUD	1,63	1,61	1,60	1,60

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) EZB; FRED und IKB-Prognosen (in 3M; 9M; Ende 2020)

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

Januar 2020

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