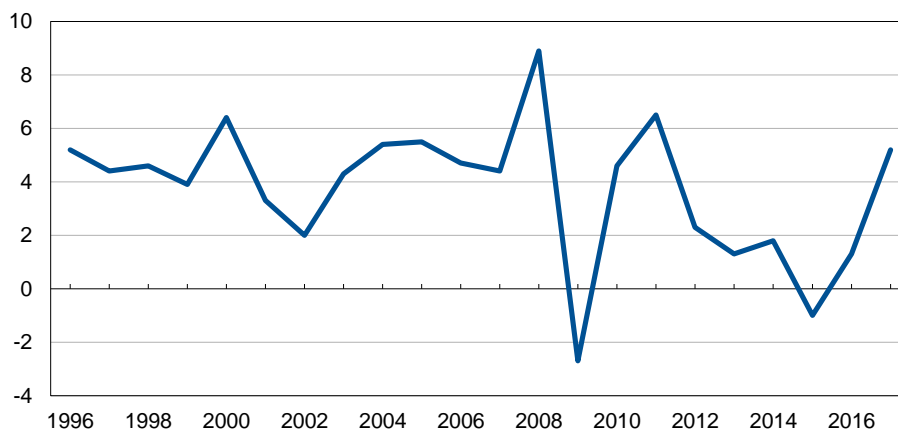


Konjunkturlage, Inflationsrisiken und Handlungsbedarf der Notenbanken

Die globale und europäische Konjunktur verläuft seit mehreren Jahren stabil, seit Mitte letzten Jahres ist sie sogar angezogen. Deshalb erwarten und fordern viele Volkswirte eine schnelle Wende in der europäischen Geldpolitik. Zudem wird schon seit Jahren davor gewarnt, dass die anhaltende Krisenpolitik der Notenbank nicht nur unterstützend wirken kann, sondern auch Risiken in Form von Fehlallokationen und Blasen mit sich bringt. Das Verlustpotenzial auf den Anleihemärkten zeigt: Der Ausstieg aus der extrem expansiven Geldpolitik ist nach Jahren der Marktinterventionen und Verzerrungen der Zinskurve nicht einfach. In diesem Zusammenhang wird argumentiert, die Notenbanken im allgemeinen und die EZB im besonderen sollten die gute aktuelle Konjunktur nutzen, um die geldpolitische Wende konsequent einzuleiten, gerade weil der Ausstieg sich noch lange hinziehen werde. Dies gelte vor allem auch deshalb, weil die gute Konjunkturlage kein Dauerzustand und ein konjunktureller Abschwung sicherlich zu erwarten sei, wenn nicht kurz-, dann mittelfristig. Im Interesse der zukünftigen Handlungsfähigkeit besteht demnach aktuell erhöhter Handlungsdruck.

Abb. 1: Erzeugerpreise weltweit, in % zum Vorjahr

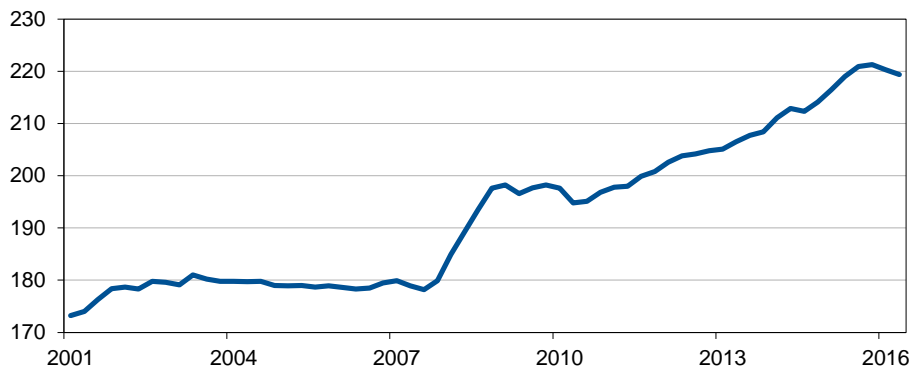


Quelle: EIU

Das Argument für eine Rückkehr zur geldpolitischen Normalität wird dadurch verstärkt, dass das Inflationsrisiko in der Tat angestiegen ist. Die breit gestreute globale Konjunkturerholung hat zu einer zunehmenden Auslastung der Produktionskapazitäten geführt und Erzeugerpreise im letzten Jahr um 5,2 % ansteigen lassen – der höchste Anstieg seit 2011. Der sich aufbauende Preisdruck sollte sich angesichts der aktuellen Wachstumsprognosen in diesem Jahr fortsetzen und zu einer höheren Inflationsdynamik in der Euro-Zone führen. Wichtig ist, dass dieser Inflationsdruck aus der guten Konjunktur resultiert. Gäbe es dagegen Zweifel an der Nachhaltigkeit der globalen Konjunktur, könnte für die Euro-Zone, die sich aus relativ offenen Volkswirtschaften zusammensetzt, nicht von einem nachhaltigen Anstieg der Inflationsdynamik ausgegangen werden. Entscheidend für eine Normalisierung der europäischen Inflationsdynamik und somit auch für die geldpolitische Wende bleibt eine breit gestreute und anhaltende regionale, aber auch globale Konjunkturerholung.

Die Forderung, die Notenbanken sollten den aktuellen Spielraum nutzen, um für den nächsten Abschwung gewappnet zu sein und um steigenden Inflationsrisiken entgegenzuwirken, unterstellt, dass das Wirtschaftswachstum eine gewisse Eigendynamik aufweist, sodass eine geldpolitische Straffung eine mögliche Abkühlung nicht zusätzlich verstärkt. Auch wenn Prognosen für die Jahre 2018 und 2019 und die aktuell guten Daten auf eine robuste Konjunktur hindeuten, verbindliche Aussagen über die wirtschaftliche Entwicklung lassen sich noch nicht treffen. Solche Überlegungen sind vor allem deshalb wichtig, weil zwar die Konjunktur aktuell eine erfreuliche Dynamik zeigt, die strukturellen Probleme, die zur Krisenpolitik der Notenbanken geführt haben, jedoch erst ansatzweise angegangen worden sind. Das betrifft vor allem die weiterhin hohen Schuldenquoten. Deshalb benötigt die Weltwirtschaft noch auf lange Sicht ein hohes nominales BIP-Wachstum, um die Schuldenquoten entscheidend zu reduzieren und um eine breit aufgestellte Nachfrage sicherzustellen. Weltweit hat sich die Schuldenquote erst mit der Wachstumsbeschleunigung in 2017 ansatzweise gedreht. Die Zinsen müssen also langfristig niedrig bleiben, allerdings nicht auf dem aktuellen, extremen Niveau.

Abb. 2: Schulden (Staat und privater Nicht-Finanzsektor) in % des BIP - weltweit



Quelle: BIZ

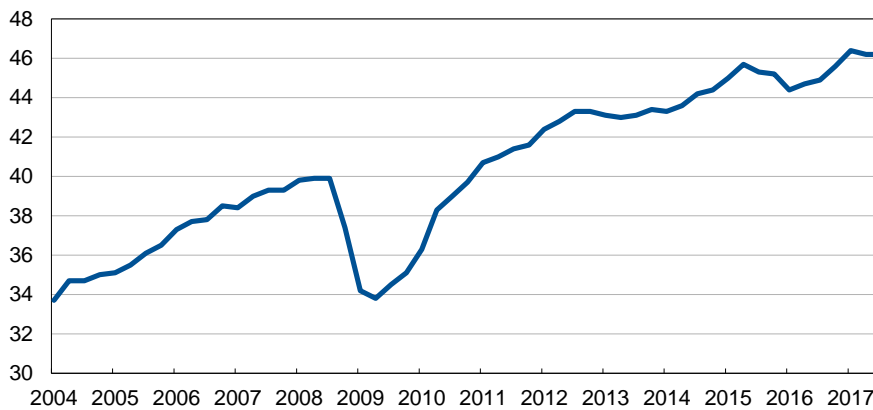
Ausblick für die Euro-Zone und EZB-Politik

Wie robust ist die europäische Wachstumsdynamik? Um dieser Frage nachzugehen, hat die IKB ein autoregressives Modell für das europäische Wachstum geschätzt. Die Frage dabei ist, wie aussagekräftig historische Zahlen für die zukünftige Entwicklung sind, und in welchem Maße die guten Daten von 2016 und 2017 eine belastbare Aussage über die Wachstumsdynamik der Jahre 2018 und 2019 erlauben. Entscheidend sind vor allem der Erklärungsbeitrag und damit das Prognoserisiko. Anders ausgedrückt: Wieviel Vertrauen kann die EZB auf Grundlage der aktuell guten Entwicklung in die Nachhaltigkeit der Konjunktur haben? Das Quartalwachstum zeigt generell eine hohe Eigendynamik, sodass es Prognosen für die folgenden ein oder zwei Quartale erlaubt, unterstützt von Frühindikatoren wie den PMI. Die Geldpolitik interessiert sich allerdings vor allem für den Ausblick der kommenden ein bis zwei Jahre. Hier ist eine Einschätzung auf Grundlage aktueller Dynamiken deutlich schwieriger.

Ein für die Zeitspanne 1982 bis 2017 geschätztes Modell zeigt, dass die Wachstumsdynamik des abgelaufenen Jahres alleine kein guter Indikator für den Verlauf des aktuellen, geschweige denn für das darauffolgende Jahr darstellt. So sind die derzeit guten Daten alleine kein ausreichender Grund, sich für eine beschleunigte geldpolitische Wende in der Euro-Zone auszusprechen. Zudem zeigen die Schätzungen, dass die Aussagekraft aktueller Daten seit der Finanzkrise abgenommen hat. Zwar geben die letzten Jahre (vor allem die wachstumsstabilen Jahre seit 2013) durchaus Grund zur Annahme, dass der negative Einfluss der Finanz- und Staatschuldenkrise auf die Stabilität der Wachstumsdynamik in der Euro-Zone nachgelassen haben könnte; doch dies ist ein Erfolg der Geldpolitik und sollte nicht als Grund für eine geldpolitische Wende angesehen werden.

Auf Basis der Modellschätzung ergibt sich für 2018 und 2019 ein BIP-Wachstum von ca. 2 %. Allerdings – nicht überraschend – ist das Prognoserisiko enorm hoch. So müssen weitere Annahmen wie eine anhaltend positive Entwicklung der Weltkonjunktur unterstellt werden. Denn empirische Analysen zeigen, dass seit der Finanzkrise die Weltkonjunktur einen deutlich höheren Einfluss auf das Wirtschaftswachstum der Euro-Zone aufweist. Dies könnte für eine geringere Abhängigkeit der europäischen Wachstumsdynamik von der EZB-Geldpolitik sprechen, was angesichts der steigenden Exportquote der Euro-Zone nicht überrascht.

Abb. 3: Euro-Zone: Exporte in % zum BIP



Quelle: Eurostat

Eine anhaltend gute globale Konjunktur würde der EZB deshalb den Raum geben, ihre geldpolitische Wende voranzutreiben – gerade wenn die Inflationsrate nach oben überraschen sollte. Jedoch ist eine Einschätzung zum zukünftigen globalen Umfeld auf Grundlage aktueller Daten noch schwieriger als für die Euro-Zone. Deshalb ist die EZB gut beraten, ihr Aufkaufprogramm in 2018 vollständig auslaufen zu lassen und bei steigenden Inflationsrisiken die Abkehr von negativen Zinsen in Aussicht zu stellen. Das Protokoll der letzten EZB-Sitzung deutet in die richtige Richtung. Doch geldpolitische Aktionen darüber hinaus dürften sich kurzfristig als zu ambitioniert und womöglich kontraproduktiv erweisen.

Implikationen für Zinsmärkte

Bis letzte Woche zeigten sich die Zinsmärkte unbeeindruckt von der Möglichkeit einer nachhaltig steigenden Inflationsrate, während die Aktien- und Kreditmärkte eine anhaltend gute Konjunktorentwicklung spiegeln. Überschätzen die Aktienmärkte die Konjunkturlage oder unterschätzen die Zinsmärkte das Inflationsrisiko? Die aktuellen Prognosen lassen eher erwarten, dass die Zinsmärkte in diesem Jahr überrascht werden könnten. Erste Anzeichen hierfür gab es bereits in dieser Woche. Doch wie nachhaltig weitere Korrekturen sein werden, bleibt abzuwarten.

Fazit: Die aktuell gute Konjunkturlage in der Euro-Zone reicht nicht als Argument für eine schnelle geldpolitische Wende der EZB. Denn aktuelle Daten eignen sich nur eingeschränkt für Konjunktur- und Inflationsprognosen. Zudem ist die Konjunktur der Euro-Zone angesichts der hohen Schuldenquoten strukturell abhängig von der EZB-Politik. Diese Abhängigkeit kann, wie das letzte Jahr gezeigt hat, durch ein anhaltend gutes globales Konjunkturmilieu reduziert werden.

Kommt es in diesem und im nächsten Jahr zu der von vielen Volkswirten erwarteten globalen Konjunkturdynamik, so ist auch mit einem erhöhten Inflationsrisiko zu rechnen, was die EZB zu einer Beendigung ihres Aufkaufprogramms in 2018 sowie zur Abkehr von der negativen Zinspolitik bewegen sollte. Weitere Schritte der EZB hängen dann von der weiteren realwirtschaftlichen Entwicklung ab.

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 ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen 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 (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen 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.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage 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-Böttkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

12. Januar 2018
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