

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

Konjunktur: Wirtschaftswachstum hat sich wieder belebt, Prognoserisiken bleiben 2

Weltwirtschaft hat an Schwung zugelegt • Euro-Zone hält Wachstumsdynamik • Deutsche Wirtschaft überrascht positiv • Ausblick bleibt verhalten positiv

Kapitalmärkte: Fed trotz globaler Risiken auf gutem Weg zur Normalisierung, für die EZB könnte es schwieriger werden 4

Solide US-Wirtschaft unterstützt langsame Normalisierung der Fed-Politik • Konjunktur der Euro-Zone zeigt sich gegenüber Eintrübung der Weltwirtschaft fragiler • Stärkerer Euro-Kurs und Konjunkturunsicherheiten begrenzen Handlungsspielraum der EZB

Türkische Lira-Abwertung: Implikationen für die Türkei und deutsche Branchen 6

Erdogans Tanz auf dem Vulkan • Toxischer Cocktail von Abwertung, fehlender Reformbereitschaft und unangebrachter Politik • Risiken für deutsche Branchen eher zu vernachlässigen – sowohl auf Import- als auch Exportseite

Handelsabkommen mit Japan: Überschaubarer Einfluss auf deutsche Branchen 9

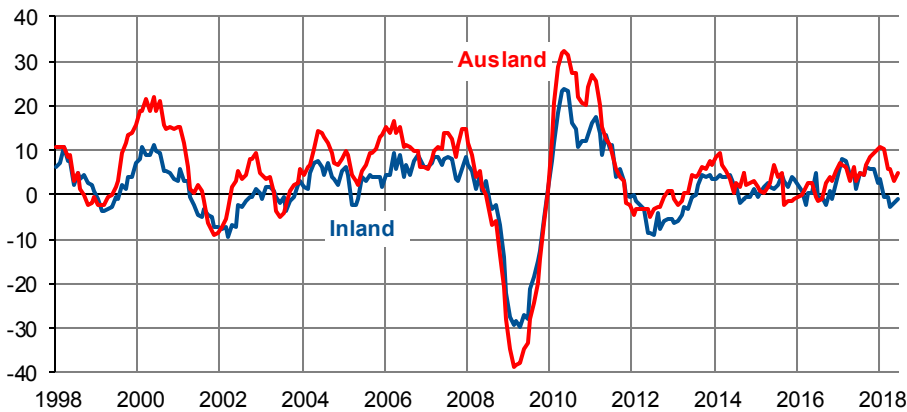
Deutsche Industrie ist für Japan wichtigerer Handelspartner als umgekehrt • Ob sich durch das Abkommen bedeutende Impulse für die wachstumsschwache japanische Wirtschaft ergeben, bleibt abzuwarten • Für deutsche Branchen hat Japan als Absatzmarkt und Lieferant nur wenig Bedeutung

Leistungsbilanz: Die Summe aus Äpfeln und Birnen? 13

USA haben ggb. der EU ein Handelsbilanzdefizit, aber aufgrund hoher Einkommenstransfers weisen sie ein Leistungsbilanzüberschuss aus • Handelsbilanzdefizit verursacht negative realwirtschaftliche Folgen für die USA, die nicht durch die Einkommensbilanz verrechnet werden sollten • Handelskonflikt ist keine Lösung

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat



IKB-Prognose 2018
 Reale Veränderung in %,
 saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

Deutschland	1,9
Euro-Zone	2,0
UK	1,2
USA	2,9
Japan	1,1
China	6,5

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

Konjunktur: Wirtschaftswachstum hat sich wieder belebt, ...

Weltwirtschaft hat an Schwung gewonnen

Nach einer leichten Wachstumsabschwächung Ende 2017 zeigte sich die globale Konjunktur im Frühjahr 2018 wieder lebhafter. Insbesondere in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften festigte sich der Aufschwung. In den USA legte das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) so kräftig zu wie zuletzt vor knapp vier Jahren. Die japanische Wirtschaft kehrte nach einem Dämpfer im ersten Vierteljahr auf den zuvor eingeschlagenen Wachstumspfad zurück, und in Großbritannien erhöhte sich das Expansionstempo merklich. Im Euro-Raum setzte sich die Aufwärtsbewegung unverändert mit moderatem Tempo fort. Weitgehend stabil blieb zudem das im internationalen Vergleich hohe Wachstum Chinas. Zugleich hielt die graduelle konjunkturelle Erholung in Russland an, während sich in Brasilien – auch aufgrund von Sondereffekten – ein temporärer Rückschlag abzeichnet.

Euro-Zone hält Wachstumsdynamik

Mit einem Wirtschaftswachstum von 0,4 % im ersten und im zweiten Quartal bleibt die Konjunkturprognose für die Euro-Zone grundsätzlich in Takt. Der Aufschwung ist weiterhin regional breit aufgestellt. Alle Euro-Länder, für die die Daten des zweiten Quartals vorliegen, konnten zur Dynamik beitragen.

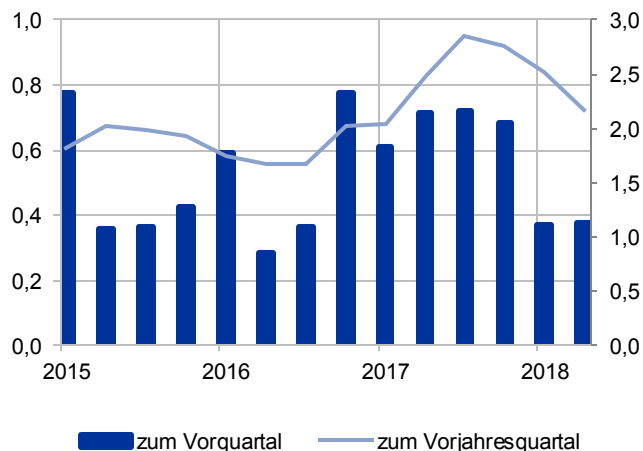
Bezogen auf die großen Euro-Länder enttäuschten allerdings die italienische und französische Volkswirtschaft. So schwächte sich Italiens Wirtschaft weiter ab. Die nachlassende Dynamik spiegelt sich am Arbeitsmarkt; entgegen dem Trend in der Euro-Zone legte die italienische Arbeitslosenquote aktuell um 0,2 %-Punkte auf 10,9 % zu. Die IKB-Prognose bleibt unverändert bei 1,1 % BIP-Wachstum in diesem Jahr. Auch Frankreich konnte die starke Dynamik des letzten Jahres im ersten Halbjahr 2018 nicht halten. Insbesondere schwächelt der private Konsum infolge einiger Steuermaßnahmen; Streiks dürften die Dynamik zusätzlich gedämpft haben. Auch wenn mit Nachholeffekten in den nächsten Quartalen zu rechnen ist, hat die IKB ihre Prognose für 2018 nach unten auf 1,6 % revidiert. Die spanische Wirtschaft verringerte dagegen ihr starkes Wachstum nur geringfügig, bleibt damit nach wie vor eines der wachstumsstärksten Euro-Länder. Treiber waren vor allem die Ausrüstungsinvestitionen. Die IKB hält an ihrer Jahresprognose von 2,7 % für 2018 fest.

Zudem scheinen sich europäische Frühindikatoren zu stabilisieren und grundsätzlich weiterhin auf Expansion hinzudeuten. Die IKB erwartet ein BIP-Wachstum für die Euro-Zone von rund 2 % für 2018. Die EZB geht von einem BIP-Wachstum von 2,1 % aus, was ebenfalls weiterhin plausibel erscheint. Die Beendigung des Aufkaufprogramms Ende 2018 wird somit durch die Zahlen für das zweite Quartal bestätigt.

... Prognoserisiken bleiben

Euro-Zone: vierteljährliches BIP-Wachstum in %

Real, saison- und kalenderbereinigt



Quelle: Eurostat



Deutsche Wirtschaft überrascht positiv, ...

Die deutsche Wirtschaft ist im zweiten Quartal um 0,5 % gewachsen, nachdem sie im ersten Quartal um 0,4 % zulegen konnte – dies sind gute Zahlen. Zum einen hat sich die Dynamik um 0,1 Prozentpunkte leicht beschleunigt. Zum anderen fiel das Wachstumstempo im zweiten Quartal besser aus, als allgemein erwartet wurde (IKB-Prognose lag bei einer Steigerung von 0,4 % zum Vorquartal). Zudem bestätigen die Daten eher die Einschätzung einer konjunkturellen Verschnaufpause als die einer deutlichen Abkühlung; damit sollten sich die konjunkturellen Sorgen relativieren.

Zur Dynamik beigetragen haben der private und staatliche Konsum, aber auch Investitionen in Bauten und Ausrüstung. Wie infolge des anziehenden Welthandels im zweiten Quartal zu erwarten war, konnte auch der deutsche Export zulegen, während die Importe aufgrund der soliden Binnennachfrage noch stärker stiegen.

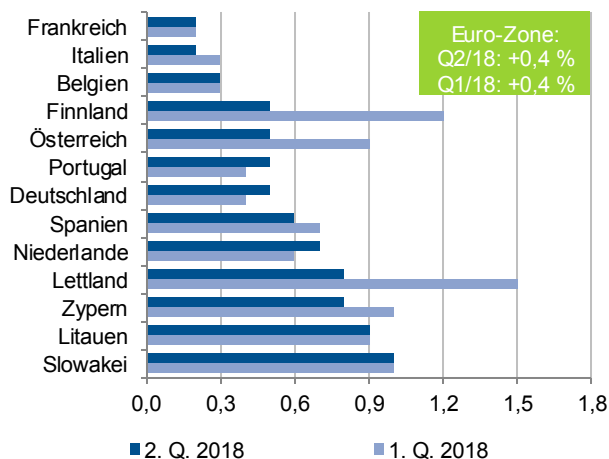
... Ausblick bleibt verhalten positiv

Der Ausblick bleibt trotz der ermutigenden Zahlen dennoch unübersichtlich. Zum einen deutet das ifo Geschäftsklima nach wie vor auf keine Stabilisierung der Unternehmensstimmung in Deutschland hin, während Sorgen über die US-Handelspolitik weiterhin ein Thema bleiben. Zum anderen hat der Welthandel an Dynamik zugelegt, und die Voraussetzungen für ein stabiles Wachstum des privaten Konsums (55 % des deutschen BIP) sind nach wie vor positiv. Das Rekordbeschäftigungsniveau (44,8 Mio. Erwerbstätige) und reale Lohnzuwächsen stärken das verfügbare Einkommen und damit den Wachstumsausblick für den privaten Konsum. Auch sollten sich die Gefahren durch die US-Handelspolitik eher in Grenzen halten (siehe *IKB-Kapitalmarkt-News 24. Juli 2018*). Dabei ist es nicht ohne Risiko, eine bedeutende Wachstumsbeschleunigung im dritten und vierten Quartal zu erwarten, die aber für eine BIP-Wachstum von ca. 2 %- im Jahr 2018 auch nicht notwendig ist. Die IKB bestätigt ihre Jahresprognose für Deutschland und erwartet weiterhin ein BIP-Wachstum von um oder knapp unter 2 % für 2018.

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

Euro-Länder: BIP-Wachstum in % zum Vorquartal

Real, saison- und kalenderbereinigt

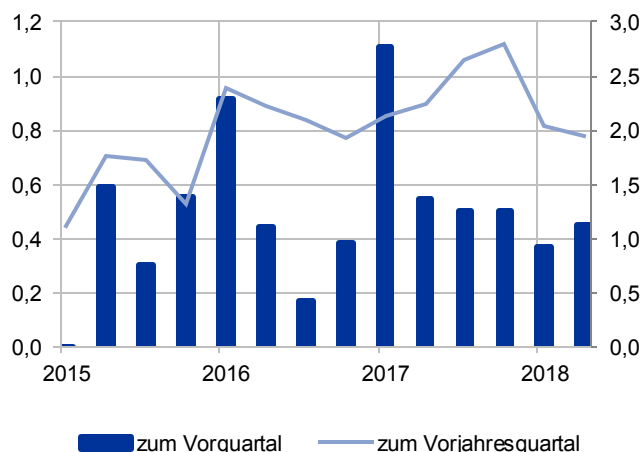


Quelle: Eurostat



Deutschland: vierteljährliches BIP-Wachstum in %

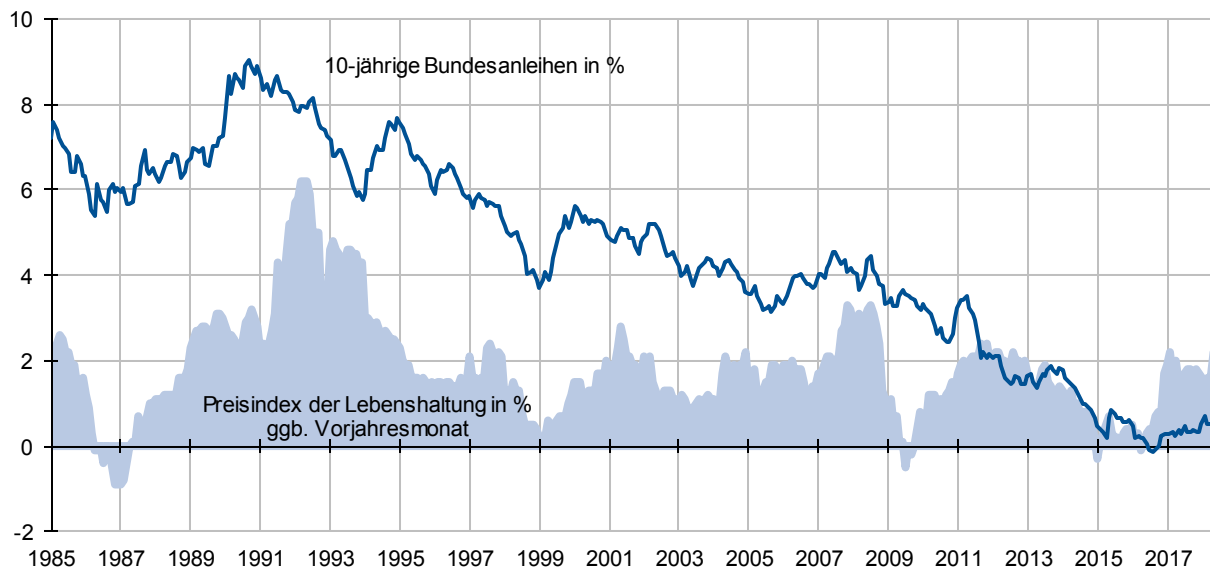
Real, saison- und kalenderbereinigt



Quellen: Statistisches Bundesamt



Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

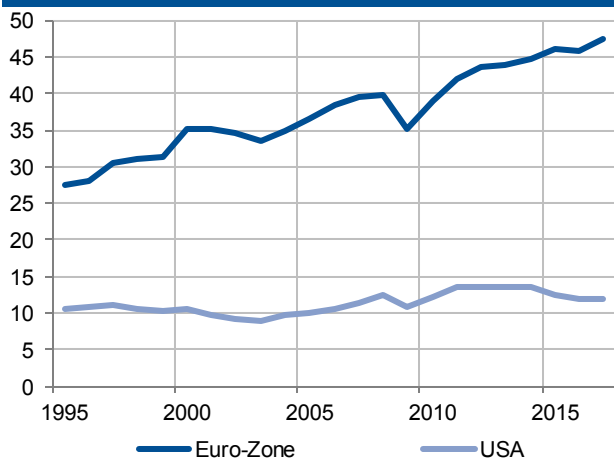


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Fed trotz globaler Risiken auf gutem Weg zur Normalisierung, ...

USA und Euro-Zone: Exporte in % zum BIP



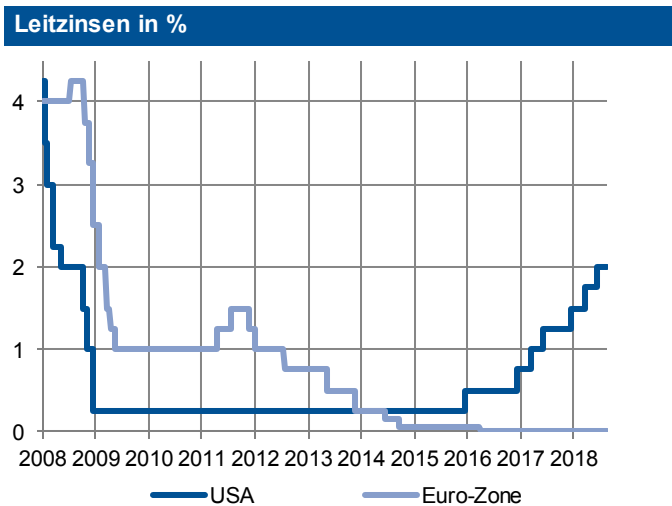
Quelle: EIU



Die Entwicklungen in der Türkei haben, angetrieben durch den Verfall der türkischen Lira, erneut Sorgen vor möglichen Ansteckungseffekten aufkommen lassen. Doch die Entwicklungen in der Türkei sind vorrangig als „Made in Türkei“ einzustufen und lassen sich nicht auf andere Schwellenländer übertragen (s. Beitrag S. 6). Bis auf kurzfristige Reaktionen von Stimmungsindikatoren dürfte sich der Einfluss der Türkei in Grenzen halten. Die Sorge vor steigenden US-Zinsen, die alle Schwellenländer mit hohen US-\$-nominierten Schulden betreffen könnte, mag dagegen schon bedeutender sein. Allerdings sind US-Zinsen in jüngster Zeit nicht außerordentlich stark gestiegen, sodass sie aktuell kein

systematisches Risiko für Schwellenländer darstellen – dies gilt vor allem für das lange Ende der US-Zinskurve. Auch wenn die Türkei-Krise nur einen überschaubaren Einfluss auf die Weltkonjunktur haben sollte, ergibt sich dennoch die Frage, welche Länder bzw. Regionen stärker betroffen sein könnten. Das betrifft vor allem offene Volkswirtschaften, wie die Länder der Euro-Zone. Die US-Wirtschaft hingegen ist eher geschlossen, sodass ihr Konjunkturausblick vor allem durch inländische Themen bestimmt wird. So befindet sich die US-Konjunktur trotz globaler Wachstumsrisiken und dank der US-Fiskalpolitik weiterhin auf einem robusten Weg, was der Fed ausreichend Raum für zwei weitere Zinsanhebungen in diesem und weitere im nächsten Jahr geben sollte. Trotz des recht positiven Ausblicks und eines damit einhergehenden anhaltend weiten bzw. sich sogar ausweitenden Zinsdifferenzials gegenüber der Euro-Zone scheint mehrheitlich die Meinung zu bestehen, dass ein Abwertungsszenario des US-\$ gegenüber dem Euro auf die nächsten 12 bis 18 Monate wahrscheinlicher ist als das einer bedeutenden \$-Aufwertung. Ein zunehmend starker Euro-Kurs zusammen mit globalen Konjunkturrisiken würde den Handlungsspielraum der EZB verringern und einer nennenswerten Reduzierung des Zinsdifferenzials entgegenwirken. Am langen Ende der Zinskurve könnte dieser Effekt durch Reinvestitionen der EZB selbst nach Beendigung des Aufkaufprogramms sowie steigende US-Zinsen noch verstärkt werden. Eine deutliche Euro-Aufwertung ist bei einem sich ausweitendem Zinsdifferenzial allerdings eher unwahrscheinlich.

... für die EZB könnte es schwieriger werden



Quelle: Bloomberg



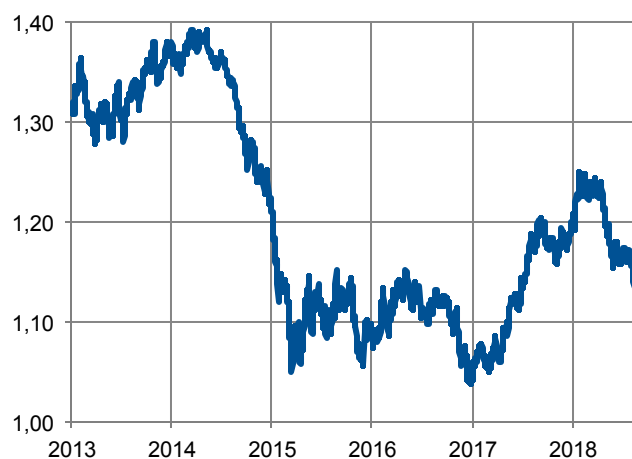
Stimmung der mittelständischen US-Unternehmen



Quelle: Bloomberg



Euro-US-\$-Wechselkurs (1 Euro = ... US-\$)



Quelle: Bloomberg



Das Korrekturpotenzial der US-Renditen bleibt überschaubar, nur mit einem nachhaltig positiven US-Konjunkturausblick werden sie dauerhaft ansteigen. Kurzfristig ist trotz des bereits bestehenden Zins- und Renditedifferenzial jedoch ein weiterer Anstieg nicht auszuschließen – sofern sich die globale Konjunktur eintrüben sollte, und diese dann überproportional die Euro-Zone belasten würde. Dann wäre auch von einer Aufwertung des US-\$ auszugehen.

Ein Handelskonflikt dürfte eine Ausweitung des Zinsdifferenzials zwischen den USA und der Euro-Zone wegen einer schwächeren Weltkonjunktur bestätigen und sogar forcieren, da Zollmauern das Inflationsrisiko für die USA aufgrund ihres Handelsbilanzdefizits (steigende US-Zinsen wäre die Folge) erhöhen und sich in der Euro-Zone ein Deflationsrisiko aufgrund des Handelsbilanzüberschusses ergeben würde (Euro-Zinsen bleiben dann niedrig).

Der von den USA initiierte Handelskonflikt hat die Sorge um die globale Konjunktur zunehmen lassen. Und dies nicht zu Unrecht, denn ein sinkender globaler Offenheitsgrad (weniger Handel relativ zum Welt-BIP) belastet die Weltwirtschaft, auch wenn dieses Risiko nicht überbewertet werden sollte (s. *Kapitalmarkt-News 24. Juli 2018*). Bereits die Sorge vor einer restriktiven US-Handelspolitik hat die Stimmungsindikatoren in der Euro-Zone unter Druck gesetzt, während mittelgroße US-Unternehmen, die hauptsächlich den US-Binnenmarkt bedienen, weiterhin außerordentlich positiv gestimmt sind. Das vergrößerte Zinsdifferenzial spiegelt sich also in den unterschiedlichen Stimmungen wider.

Der Zinsunterschied mag sich erst mit einem Abschwung der US-Konjunktur und somit sinkenden US-Leitzinsen bedeutend reduzieren. Solch ein Umfeld würde den Handelsspielraum der EZB aber ebenfalls einengen. Es bleibt entscheidend, dass die EZB ihr Aufkaufprogramm wie angekündigt Ende 2018 und ihre Politik der negativen Zinsen in 2019 beendet. Aktuell scheint alles darauf hinzudeuten, dass sie trotz des Gegenwinds durch die US-Handelspolitik und globaler Risiken in der Tat den Raum hierzu finden sollte, was den Ausblick für eine Aufwertung des Euro-Devisenkurs auf eine 12 bis 18-Monatssicht stützt. Dies bleibt allerdings eine mit globalen Risiken behaftete Einschätzung.

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

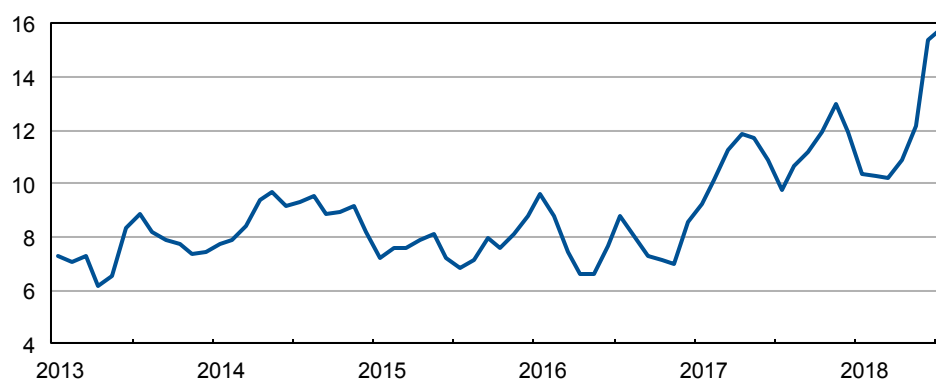
Türkischen Lira-Abwertung: Implikationen für die Türkei und deutsche Branchen:

Erdogans Tanz auf dem Vulkan

Die Türkei hat ein strukturelles Leistungsbilanzdefizit. Das inländische Angebot der Wirtschaft reicht also nicht aus, um die Nachfrage vollständig zu bedienen; das Ungleichgewicht führt zu Inflation. Ist eine Volkswirtschaft relativ offen, kann der Nachfrageüberschuss durch zusätzliche Importe ausgeglichen werden. In diesem Fall steigt das Niveau des Lebensstandards der Bevölkerung über ihre Wirtschaftskraft. Dabei kann die Inflation abnehmen bzw. relativ stabil bleiben, vorausgesetzt der Wechselkurs wertet nicht bedeutend ab. Für die Türkei jedoch bedeutet eine deutlich schwächere Lira einen sinkenden Lebensstandard, der sich bereits in einer höheren Inflationsrate spiegelt. Nun müssen die Preise Angebot und Nachfrage ins Gleichgewicht bringen, was, wenn die reale Nachfrage nicht sinkt, die Gefahr einer eskalierenden Inflationsdynamik mit sich bringt.

Doch Abwertungen werden oftmals positiv gesehen, da sie die internationale Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft verbessern und somit Anreize auf der Angebotsseite schaffen, die zu mehr Investitionen und zu einem höheren Potenzialwachstum führen können. Hierfür braucht es allerdings eine sensitive Angebotsseite, die auf die preisliche Wettbewerbsverbesserung mit einer Ausweitung der Produktion reagiert. Sprich: Eine Abwertung des Wechselkurses führt zu höheren Exporten und Investitionen in den Exportsektor. Im Fall der Türkei ist angesichts der politischen Entwicklungen und angestrebten Wirtschaftspolitik (verstärkte staatliche Eingriffe in die Wirtschaft) keine Reaktion auf der Angebotsseite auszumachen noch zu erwarten. So legte die Inflationsrate nun schon länger zu und erreichte im Juni 2018 ein Niveau von über 15 %. Dies wiederum erodiert den preislichen Wettbewerbsvorteil einer Abwertung und steigert die Gefahr einer mittelfristigen Inflation-/Abwertungsspirale. Venezuela ist ein Beispiel dafür, wie ein Nachfrageüberschuss zusammen mit Währungsabwertungen und einer fehlenden Bereitschaft, einen niedrigeren Lebensstandard zu akzeptieren, schnell zu einer Hyperinflation führen kann. In der Türkei wird das Fundament einer funktionierenden Marktwirtschaft – Schutz von Eigentumsrechten – mehr und mehr durch den Staat herausgefordert und das Risiko von drastischen Maßnahmen wie weitreichende Devisen- und Kapitalkontrollen sind nicht auszuschließen (siehe *IKB-Kapitalmarkt-News 15. August 2018*). Für die Türkei stellt also die Abwertung vor allem ein Risiko für immer herausfordernde wirtschaftliche Rahmenbedingungen dar, sie wird keine Zündung für eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit und damit für ein höheres Wirtschaftswachstum sein.

Abb. 1: Türkei - Inflation; in % zum Vorjahr

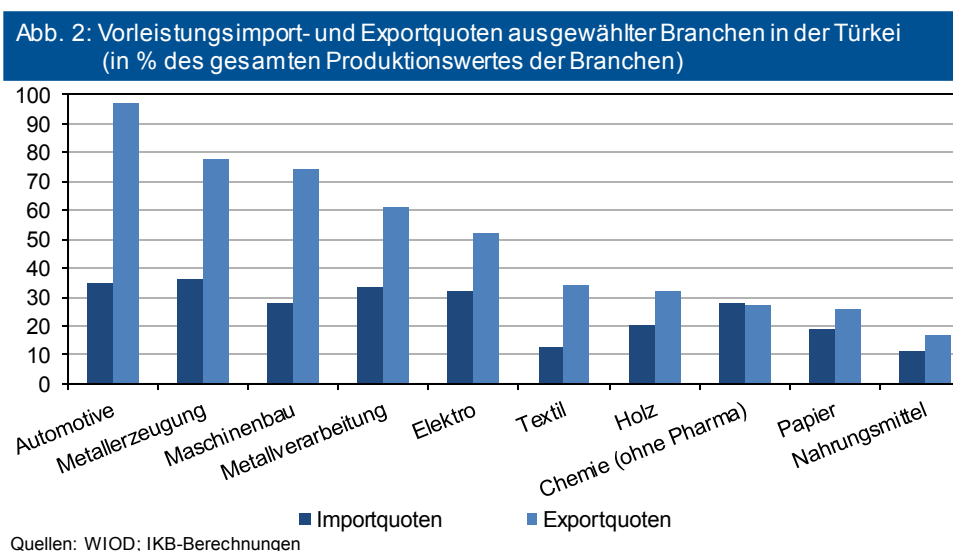


Quelle: Bloomberg

Die Türkei hat kurzfristig fällige Fremdwährungsschulden von rund 19 Mrd. US-\$. Die signalisierte Bereitschaft von Katar, 15 Mrd. US-\$ in die Türkei zu investieren, reduziert die Sorge vor einer kurzfristigen Zahlungsunfähigkeit. Zudem hat der türkische Staat mit einer Schuldenquote von 28,3 % für (2017) ausreichend Raum, die türkischen Banken, die für rund 50 % der gesamten Fremdwährungsverschuldung der Türkei (rund 240 Mrd. US-\$) verantwortlich sind, zu refinanzieren bzw. die Wirtschaft durch Konjunkturprogramme zu stützen. Auch sollte sich die Lira kurzfristig weiter erholen (siehe *IKB-Kapitalmarkt-News 15. August 2018*). Das fundamentale Risiko aus der aktuellen Krise ist somit weniger die kurzfristige Finanzierbarkeit der türkischen US-\$-Verpflichtungen. Die deutlich größere Gefahr scheint eher in der eskalierenden Inflation und dem wirtschaftlichen Zerfall aufgrund zunehmender Marktinterventionen des Staates zu liegen. Auch ein Konjunkturprogramm wird ohne eine flexible Angebotsseite das Ungleichgewicht zwischen Angebot und

Nachfrage nicht ausgleichen können, sondern eher verschärfen. Der türkische Staat sieht den Grund für die aktuellen Probleme weniger in seiner Politik, sondern vielmehr in exogenen Faktoren. Dies wiederum reduziert seinen Handlungsbedarf und somit die Chance auf eine Neuausrichtung der Wirtschaftspolitik.

Abb. 2 zeigt die Vorleistungsimport- sowie Exportquoten (in % des gesamten Produktionswertes) für ausgewählte türkische Industriebranchen. Vorleistungsimporte bedeutet, dass hier nur die für die Produktion notwendigen Einfuhren betrachtet werden, Importe von Endprodukten werden nicht berücksichtigt. Der Produktionsstandort Türkei gilt für einige Branchen als „verlängerte Werkbank“ für den internationalen Absatz; die Ausfuhrquoten dieser Industriezweige sind zum Teil sehr hoch (z. B. Automobil, Metallindustrie und Maschinenbau). Zudem fallen die Exportquoten allgemein im Vergleich zu den Vorleistungsimportquoten höher aus. Eine Abwertung bedeutet somit in der Tat einen internationalen preislichen Wettbewerbsvorteil. Dies gilt vor allem für die Metallindustrie, den Maschinenbau und die Automobilbranche. Für die Chemieindustrie sind die Quoten hingegen ausgeglichen; hier wird der durch die Abwertung geschaffene Raum für eine Margenverbesserung völlig durch die steigenden Importkosten aufgezehrt. Mit der steigenden Inflation in Folge der Abwertung sollte zudem jeglicher preislicher Wettbewerbsvorteil relativ schnell erodieren und den Industriestandort Türkei grundsätzlich negativ belasten.



Das Risiko für die türkische Wirtschaft besteht nicht nur bzw. weniger in kurzfristigen Finanzierungsengpässen von US-\$-Verpflichtungen, sondern eher in dem toxischen Cocktail einer Lira-Abwertung und fehlender Reformbereitschaft bzw. unangebrachter Wirtschaftspolitik. Die Folge ist eine unflexible Angebotsseite, die das Risiko einer Inflations-/ Abwertungsspirale erhöht. Dementsprechend sollte jeglicher preislicher Wettbewerbsvorteil aus der Abwertung nur von kurzer Dauer sein, während die Unsicherheit durch die Wirtschaftspolitik und Inflationsdynamik die Attraktivität des Investitionsstandorts Türkei nachhaltig schädigen dürfte.

Risiken für deutsche Branchen eher überschaubar

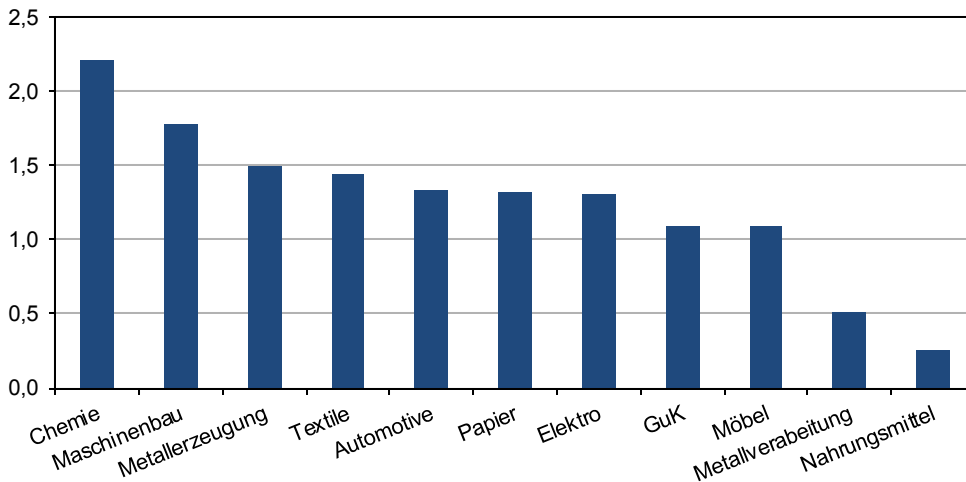
Der Einfluss der aktuellen Entwicklungen in der Türkei ist vielseitig. So kann die Währungskrise in der Türkei zu einer generellen Risikoneueinschätzung führen. Allerdings sollte die Gefahr kurzfristiger US-\$-Liquiditätseingpässe für die Türkei nicht überbewertet werden (siehe oben). Grundsätzlich halten wir an der Einschätzung fest, dass die Entwicklungen in der Türkei inländische Ursachen haben und keine Folge der US-Zinspolitik sind. Somit ergibt sich auch eine überschaubare Gefahr für eine Zunahme des systematischen Risikos für alle Schwellenländer, auch wenn sicherlich die Sorge einer möglichen Ansteckungsgefahr für Devisen- und Kreditmärkte von Schwellenländern durchaus ihre Berechtigung haben könnte. Für die Beurteilung der aktuellen türkischen Krise steht somit die Vernetzung der deutschen mit der türkischen Wirtschaft im Vordergrund; globale Implikationen der Türkei-Krise sind zu vernachlässigen.

Nachfrageseite – Türkei als Exportziel deutscher Produktion

Abb. 3 zeigt den Exportanteil ausgewählter deutschen Branchen in die Türkei (in % der gesamten deutschen Produktion einer Branche). Grundsätzlich ist zu erkennen, dass die Türkei – wie erwartet – keinen bedeutenden Absatzmarkt für die Branchen des deutschen Verarbeitenden Gewerbes darstellt. Knapp 60 % der

Exporte in die Türkei sind Vorleistungsgüter für die dortige Wertschöpfung, während der Rest finale Konsum- und Investitionsgüter in der Türkei darstellt.

Abb. 3: Türkische Nachfrage an deutschen Produkten (in % der deutschen Gesamtproduktion)

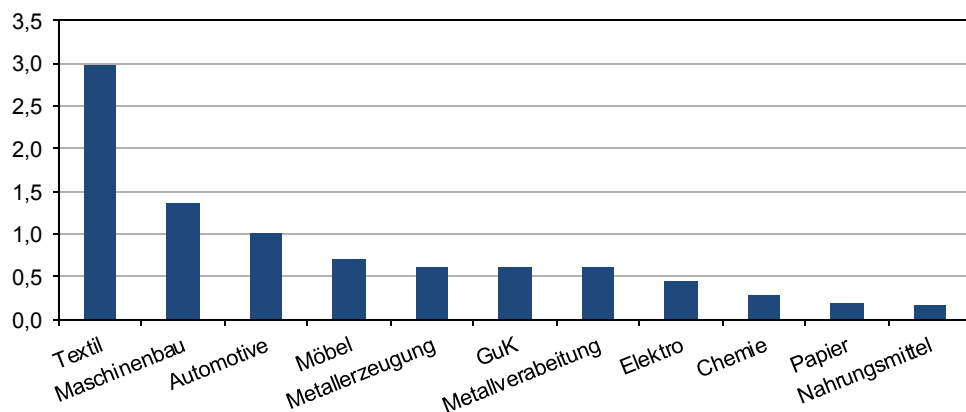


Quellen: WIOD; IKB-Berechnungen

Angebotsseite – Türkei als Zulieferer für die deutsche Produktion

Abb. 4 stellt den Anteil der türkischen Zuliefererprodukte in % der gesamten deutschen Inputfaktoren dar. Insgesamt ist die Türkei als Zulieferer für das deutsche Verarbeitende Gewerbe zu vernachlässigen. Der türkische Anteil an den für die deutsche Produktion notwendigen Vorleistungsgütern liegt für viele Branchen nur bei oder deutlich unter 1 %. Das Risiko von Produktionsstörungen in Folge wirtschaftlicher Turbulenzen in der Türkei ist somit sehr überschaubar.

Abb. 4: Türkische Inputfaktoren in % der gesamten Vorleistungsgüter einer deutschen Branche



Quellen: WIOD; IKB-Berechnungen

Fazit: Eine deutliche Währungsabwertung kann als Chance für eine wirtschaftliche Neuausrichtung angesehen werden, da es die Möglichkeit von preislichen Wettbewerbsvorteilen schafft. In der Türkei ist dies jedoch nicht zu erwarten. Zweifel an der dortigen Wirtschaftspolitik verhindern eine Neuausrichtung der Angebotsseite. Denn die zunehmende Verunsicherung durch die Politik und den Devisenkurs belastet die Attraktivität des Investitionsstandorts, was wiederum das Ungleichgewicht in der Wirtschaft und damit das Risiko einer Inflations- und Abwertungsspirale erhöht.

Für die deutschen Industriebranchen ist eine mögliche Gefahr zu vernachlässigen. Die Türkei ist weder als Absatzmarkt noch als Zulieferer von Vorleistungsgütern für die deutsche Produktion von Bedeutung. Zudem sollte das Risiko von globalen Implikationen aus den aktuellen Entwicklungen in der Türkei nicht überbewertet werden. Es handelt sich primär um eine Krise „Made in Turkey“.

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

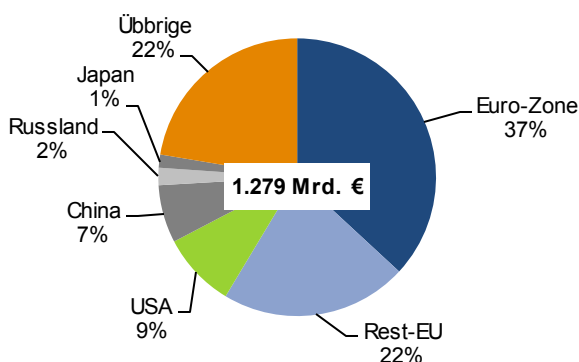
Handelsabkommen mit Japan: Überschaubarer Einfluss auf deutsche Industrie

Japan – ein Land geprägt von makroökonomischen Problemen

Schaut man sich die Beiträge zum Wachstum der Weltwirtschaft an, steht vor allem eine Volkswirtschaft im Vordergrund: China. Wird von zukünftigen Wachstumsmärkten und Industriestandorten gesprochen, wird neben China des Öfteren Indien erwähnt. Die Dynamik Südkoreas wird im Kontext der asiatischen Industriestaaten hervorgehoben und als Erfolgsbeispiel aufgeführt. Japan hingegen gerät mehr und mehr in den Hintergrund, obwohl das Land hinter den USA und China immer noch die drittgrößte Volkswirtschaft ist und 4,4 % des Welt-BIP ausmacht (Deutschland: 3,2 %). Japan, das seit Jahrzehnten in einer wirtschaftlichen Krise gefangen ist und kaum nennenswerte Impulse liefert, ist bei der Suche nach zukunftsträchtigen Wachstumsmärkten und einer globalisierenden Industrialisierung nur von geringem Interesse.

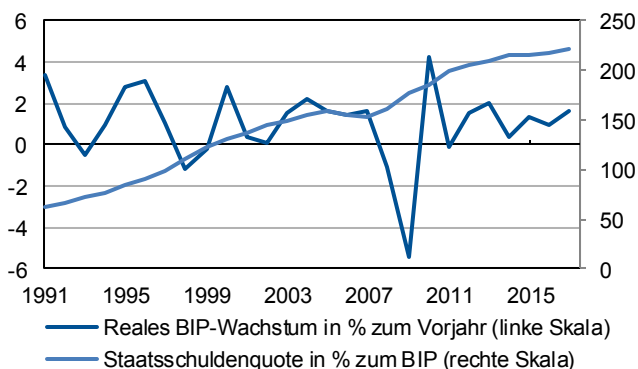
Nun wurde am 17. Juli 2018 das EU-Japan-Economic-Partnership-Agreement unterzeichnet. Der Fokus dieses Handelsvertrages liegt auf dem Abbau von Zöllen insbesondere für die Einfuhr landwirtschaftlicher Produkte und Nahrungsmittel aus der EU nach Japan. Außerdem sollen bürokratische Hemmnisse vor allem auf japanischer Seite abgebaut werden. Sobald die Parlamente dem Abkommen zugestimmt haben, könnte es Anfang 2019 in Kraft treten. Wie effektiv der Abbau von Handelsbarrieren sein wird, ist vor allem im Kontext der japanischen Bürokratie und damit der indirekten Handelsbarrieren zu beurteilen. Grundsätzlich ist Japan eine eher geschlossene Volkswirtschaft: Ihr Offenheitsgrad lag 2017 bei 35 % (Deutschland: 85 %), die deutschen Ausfuhren nach Japan entsprechen gerade mal 1 % des gesamten Exportvolumens. Der überschaubare Anteil Japans an den deutschen Ausfuhren ist auch auf das anhaltend schwache japanische Wirtschaftswachstum zurückzuführen.

Abb. 1: Deutsche Exporte; Anteile in %



Quelle: Statistisches Bundesamt

Abb. 2 : Japan - BIP-Wachstum und Staatsschuldenquote



Quelle: EIU

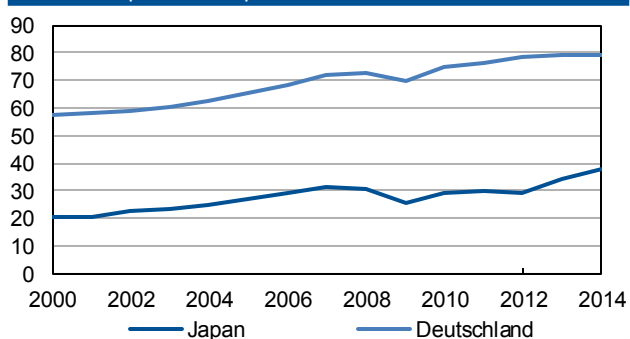
Die japanische Wirtschaftspolitik der letzten Jahrzehnte ist keine Erfolgsgeschichte, vor allem Deflation und wirtschaftliche Stagnation sind ein wiederkehrendes Thema. War Japan in den 80er Jahren noch das Vorzeigemodell für Unternehmens- und Industrieorganisation, wird es jetzt als Beispiel fehlender Flexibilität und mangelnder Reformbereitschaft angeführt. Im Kontext der Euro-Krise wurde immer wieder spekuliert, ob Europa den Weg von Japan gehen wird und in Deflation und wirtschaftliche Stagnation rutschen könnte. Vor allem Kritiker der keynesianischen Stimulierungspolitik monieren, die anhaltende Krisenpolitik Japans führe zu keiner nachhaltigen Lösung, sondern eher in eine Schuldenkrise. Strukturreformen seien bitter nötig, um die Volkswirtschaft neu auszurichten und das Potenzialwachstum zu steigern. Es fehle in Japan an weitreichenden Reformen, um die Wachstumsdynamik zu steigern. **Das aktuelle Handelsabkommen mit der EU wird diese kritische Einschätzung – und damit die japanische Wachstumsperspektive – nicht bedeutend verändern.**

Globalisierung des Verarbeitenden Gewerbes: Japan versus Deutschland

Die Wertschöpfungsquote des Verarbeitenden Gewerbes (Wertschöpfung in % des Produktionswertes aller Güter bzw. der Gesamtleistung) in Japan und in Deutschland liegt bei um die 30 % und blieb in den letzten Jahren relativ konstant. Doch während in Japan über 55 % der Inputfaktoren für die Wertschöpfung aus dem eigenen Land kommen, liegt diese Quote in Deutschland bei nur rund 40 %. So bezieht die deutsche Industrie einen deutlich höheren Anteil der Inputfaktoren aus dem Ausland.

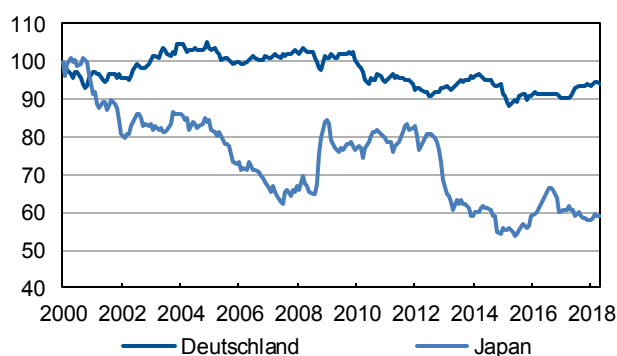
Insgesamt ist der Offenheitsgrad des Verarbeitenden Gewerbes (Vorleistungsimporte und Exporte in % des Produktionswerts) in Deutschland deutlich höher als der in Japan. Dabei ist der Offenheitsgrad der deutschen Industrie von 2000 bis 2014 um rund 22 %-Punkte angestiegen, für Japan betrug die Differenz nur 17,5 %-Punkte. Die Umsetzung der transpazifischen Freihandelszone (TPP) könnte in den kommenden Jahren bei zunehmender Internationalisierung Impulse für Japan liefern. Auch Deutschland hatte seit 2004 durch die EU-Ost-Erweiterung einen vereinfachten Zugang zu den Absatzmärkten und auch zu den kostengünstigen Produktionsstandorten in Osteuropa bekommen, sicherlich ein Grund für den deutlichen Anstieg des Offenheitsgrads seitdem. Beide Länder dürften in den letzten Jahren von einer Abwertung ihrer preisbereinigten Wechselkurse profitiert haben – zumindest was die Exporte angeht. Dabei ist die Abwertung für Japan deutlich größer ausgefallen. So ist der reale effektive Wechselkurs Japans seit Anfang 2000 um über 40 % gesunken, während der entsprechende Wert für Deutschland nur rund 6 % betrug. Doch trotz des bedeutenden preislichen Wettbewerbsvorteils konnte das japanische Verarbeitende Gewerbe seine Exportquote (Exporte in % der Güterproduktion) von 15 % in 2000 bis heute nur um rund 10 %-Punkte steigern, während die deutsche Quote im gleichen Zeitraum einen Anstieg von über 15 %-Punkten auf rund 56 % vorweisen kann.

Abb. 3 : Offenheitsgrad des Verarbeitenden Gewerbes; Exporte und Importe relativ zum Produktionswert in



Quellen: World Input-Output Database; IKB-Berechnung

Abb. 4 : Reale effektive Wechselkurse; Januar 2000 = 100

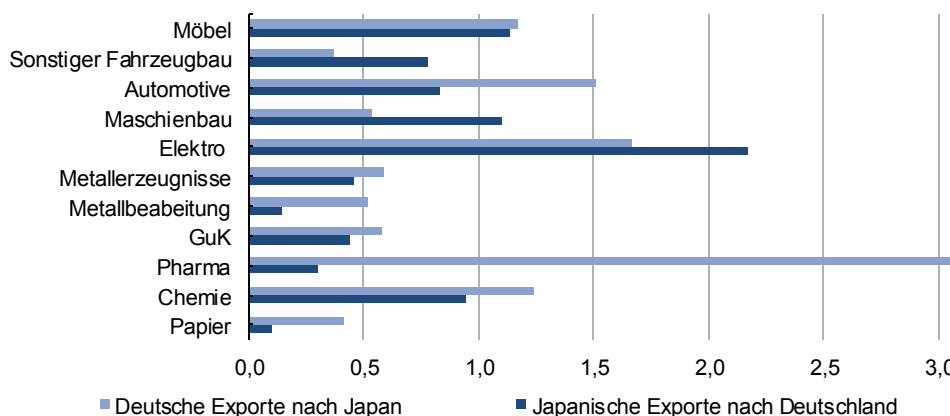


Quellen: BIZ; IKB-Berechnung

Wie bedeutend ist der Handel für die Nachfrageseite einzelner Branchen?

Die EU möchte erreichen, dass vor allem Pharma-, Textil-, Nahrungsmittel-, Pharma-, Elektro-, Holz- und Automobilindustrie der EU von dem Abkommen mit Japan profitieren. Doch wie hoch ist die Vernetzung zwischen den Branchen beider Wirtschaftsräume und welche Branchen sind von besonderer Bedeutung?

Abb. 5 : Exporte in % des Produktionswertes der Branche



Quelle: World Input-Output Database; IKB-Berechnung

Wie relevant der japanische Absatzmarkt (für Vorleistungsgüter und Endprodukte) für einzelne deutsche Branchen ist, wird in Abb. 5 dargestellt. Die Pharma-, Elektro- und Automobilindustrie zeigen relativ hohe Exportquoten. Die japanische Nachfrage hat also eine relativ große Bedeutung für die deutsche Produktion dieser Branchen. Für die Metall- und Gummi-/Kunststoffbranche ist hingegen der japanische Absatzmarkt zu

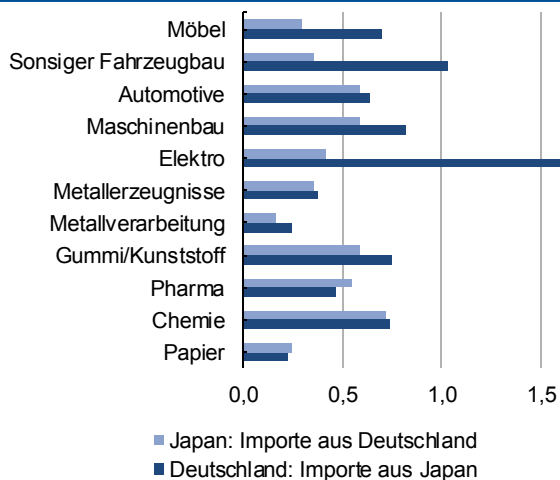
vernachlässigen. Aus japanischer Sicht ist es vor allem die Elektroindustrie, die im Fokus steht. Über 2 % des japanischen Produktionswerts dieser Branche findet seinen Weg nach Deutschland. Bis auf die Elektroindustrie, den Maschinenbau sowie den sonstigen Fahrzeugbau sind die deutschen Quoten immer höher als die japanischen, auch wenn die Differenz eher gering ausfällt. Dies liegt unter anderem an der Größe der japanischen Volkswirtschaft. Doch auch die deutschen Quoten sind von solch einer Größenordnung, dass von keinem bedeutenden Absatzmarkt in Japan gesprochen werden kann – weder für Endprodukte noch für die Inputfaktoren im japanischen Produktionsprozess. Dies sollte sich angesichts der strukturellen Wachstumsprobleme der japanischen Wirtschaft auch nicht kurzfristig ändern. **Japan ist als Absatzmarkt für das deutsche Verarbeitende Gewerbe insgesamt und die einzelnen Branchen eher unbedeutend. Gleiches gilt aus japanischer Sicht für Deutschland.**

Wie bedeutend ist die Vernetzung der Angebotsseite für einzelne Branchen?

Abb. 6 zeigt die für die lokale Produktion notwendigen Importe in % der gesamten Inputfaktoren. So benötigt zum Beispiel die japanische Chemieindustrie Inputfaktoren aus Deutschland, die rund 0,7 % aller Inputfaktoren ausmachen. Die deutsche Elektroindustrie benötigt über 1,6 % ihrer Inputfaktoren aus Japan, während die japanische Elektroindustrie nur 0,4 % ihrer Inputfaktoren aus Deutschland bezieht. Bis auf die Elektroindustrie und den sonstigen Fahrzeugbau weisen die Quoten von Deutschland und Japan keine bedeutenden Unterschiede auf. Die Abhängigkeit der inländischen Produktion von Inputfaktoren des anderen Landes ist deshalb mehr oder weniger ausgeglichen. Die Quoten scheinen allerdings dermaßen niedrig zu sein, dass eine preisliche Veränderung, etwa durch Zollsenkungen, keine bedeutenden Wettbewerbsvorteile für die inländische Produktion mit sich bringen sollte. Dies gilt für Japan ebenso wie für Deutschland.

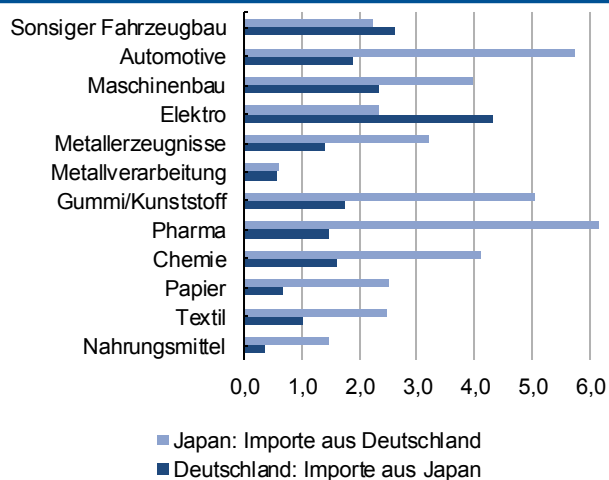
Werden die Inputfaktoren nicht relativ zu allen notwendigen Vorleistungsgütern, sondern nur im Zusammenhang mit den importierten Inputfaktoren beurteilt, ergibt sich ein etwas anderes Bild. Abb. 7 zeigt die importierten Inputfaktoren in % aller eingeführten Vorleistungsgüter. So kommen zum Beispiel über 5 % der für die japanische Automobilproduktion notwendigen Importe aus Deutschland. Diese Abbildung deutet auf die Relevanz Deutschlands als internationaler Zulieferer für die japanische Produktion hin. Die deutschen Quoten sind bis auf die für Elektroindustrie und den sonstigen Fahrzeugbau alle niedriger als für die japanischen Branchen. Hier zeigt sich, dass Deutschland für Japan ein bei weitem wichtiger internationaler Zulieferer ist, als dies umgekehrt der Fall ist. Eine internationale Preisveränderung der Inputfaktoren in Folge einer EU-Zollsenkung würde demnach eher die Kostenstruktur des japanischen und weniger die des deutschen Verarbeitenden Gewerbes beeinflussen. Abb. 7 stützt die Einschätzung, dass Deutschland ein durchaus bedeutender Handelspartner für Japan darstellt, vor allem was dessen Industrieproduktion angeht. Aus dieser Sicht ist eine engere Handelsbeziehung durchaus wünschenswert.

Abb. 6 : Importierte Vorleistungsgüter einer Branche; in % der gesamten Vorleistungsgüter



Quellen: World Input-Output Database; IKB-Berechnung

Abb. 7 : Importierte Vorleistungsgüter einer Branche; in % aller importierten Vorleistungsgüter



Quellen: World Input-Output Database; IKB-Berechnung

Fazit: Makroökonomische Probleme dämpfen seit Jahrzehnten die Wachstumsdynamik Japans und haben die drittgrößte Volkswirtschaft der Welt zunehmend aus dem Fokus der Öffentlichkeit ins Abseits gestellt. Die Geschlossenheit der Volkswirtschaft und insbesondere ihrer Industriebranchen sind sicherlich mitverantwortlich für die wachstumshemmenden Strukturprobleme Japans. Ob das jüngste Handelsabkommen mit der EU und damit verbundene Zollsenkungen entscheidende Impulse liefern können, bleibt abzuwarten. Denn die bisher nur sehr langsam erfolgte Öffnung der japanischen Industrie scheint nur wenig vom preislichen Wettbewerb beeinflusst zu sein.

Das deutsche Verarbeitende Gewerbe ist für die japanische Wirtschaft ein deutlich wichtigerer internationaler Zulieferer als dies umgekehrt der Fall ist. So sollte Japan ein Interesse haben, preisliche Eintrittsbarrieren durch eigene Zollsenkungen zu reduzieren. Angesichts der eher überschaubaren Bedeutung Japans für die Nachfrage- und Angebotsseite sind niedrigere Handelsbarrieren für die deutsche Industrieproduktion von untergeordneter Bedeutung. Für sie ist eher die gesamtwirtschaftliche Wachstumsdynamik in Japan von Relevanz.

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

Leistungsbilanz: Die Summe aus Äpfeln und Birnen?

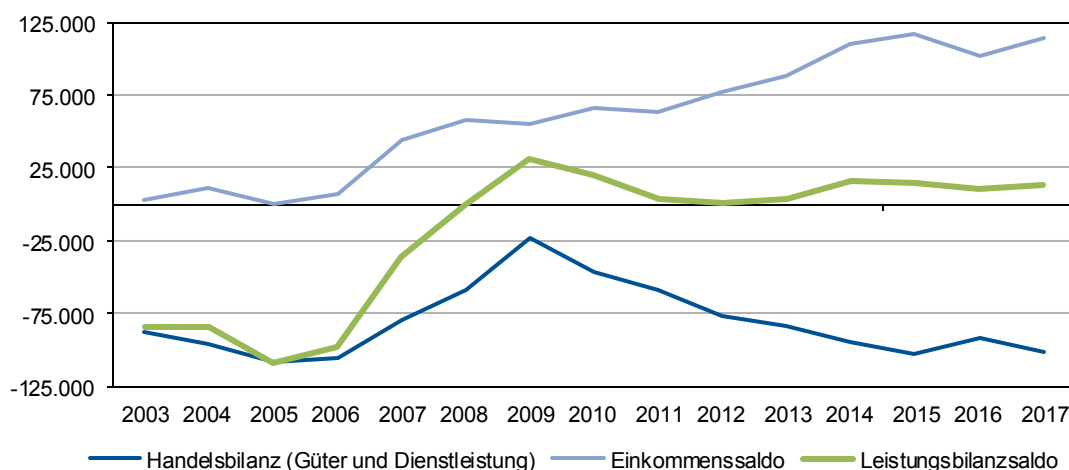
Leistungsbilanz versus Handelsbilanz

In der Diskussion um Defizite und Überschüsse wird oftmals nicht zwischen Handels- und Leistungsbilanz unterschieden. Im Fokus steht häufig vor allem die Leistungsbilanz – auch wenn das Ungleichgewicht des Handels von Gütern und Dienstleistungen gemeint ist. So wird Deutschland aufgrund seines strukturellen Leistungsbilanzüberschusses eine einseitige Exportpolitik vorgeworfen, während Trump das Leistungsbilanzdefizit der USA als Beweis für einen unfairen Handel bzw. unfaire Handelsabkommen sieht. In beiden Fällen wäre allerdings die Handelsbilanz die bessere Messgröße, denn nur in dem Handelsbilanzsaldo wird die Differenz zwischen Importen und Exporten von Gütern und Dienstleistungen eines Landes ausgewiesen. Die Leistungsbilanz umfasst dagegen neben der Handelsbilanz noch die Einkommensbilanz. Diese besteht hauptsächlich aus Gewinnen inländischer Unternehmen und Vermögenserträgen, die im Ausland erwirtschaftet wurden bzw. von Gewinnen und Erträgen ausländischer Unternehmen im Inland. Der Saldo der Einkommensbilanz wird also durch Investitionen bzw. Unternehmensinteressen bestimmt.

Wenn es um Netto-Veränderungen der Geld- oder Währungsbestände zwischen In- und Ausland geht, mag die Leistungsbilanz herangezogen werden. Doch diese Größe ist für die Realwirtschaft von eher geringer Bedeutung. Relevant für die Realwirtschaft und damit für das Wirtschaftswachstum ist, was mit diesen Veränderungen der Vermögensbestände passiert bzw. wodurch sie hervorgerufen werden. Geht es um die Realwirtschaft und damit um Exporte und Importe, die das BIP bestimmen, muss der Fokus auf der Handelsbilanz liegen, also auf realen Größen. **Denn die Handelsbilanz hat immer reale Implikationen, da sie den Saldo von produzierten Gütern und Dienstleistung zwischen zwei Ländern und damit auch die Verteilung von Arbeitsplätzen spiegelt. Im Falle einer positiven Einkommensbilanz muss dies nicht unbedingt der Fall sein.** Auch findet diese Größe keine direkte Bedeutung bei der Berechnung des BIP, da sie eine finanzielle Vermögensgröße bzw. Veränderung darstellt und keine direkte Beziehung zu realen Größen aufweist.

Die Zusammenfügung von Handels- und Einkommenssaldo ist somit eher unglücklich, wenn es darum geht, Implikationen für die Realwirtschaft abzuleiten; denn die Einkommensbilanz ist das Ergebnis von Finanz- oder Sachinvestitionen bzw. der Verlagerung von Unternehmensstandorten und hat somit vor allem etwas mit der Eigentumsverteilung oder dem rechtlichen Domizil eines Unternehmens zu tun als mit der Realwirtschaft. **Die Leistungsbilanz stellt in gewissem Maße die Summe von Äpfeln und Birnen dar – zumindest wenn es darum geht, realwirtschaftliche Implikationen abzuleiten.**

Abb 1.: Salden der US-Leistungsbilanz, -Handelsbilanz und -Einkommensbilanz ggü. der EU in Mrd. US-Dollar



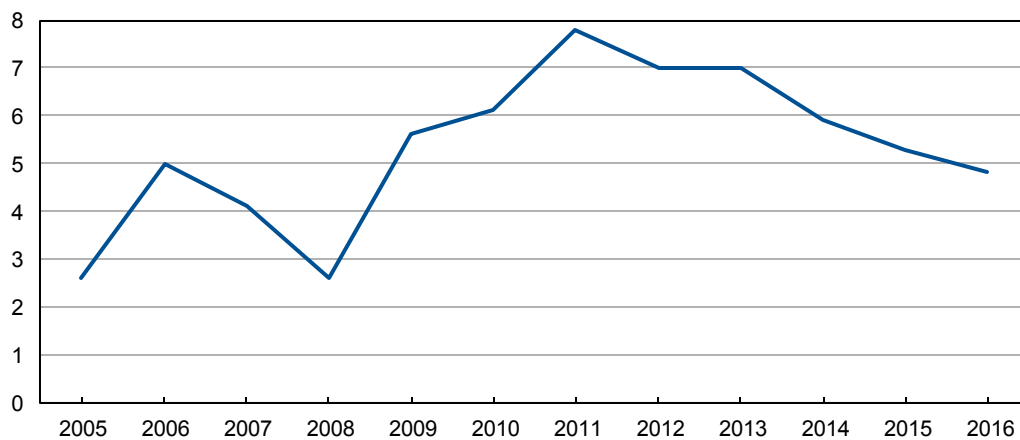
Quelle: RFA

Laut ifo-Institut und wie in Abb. 1 ersichtlich, weisen die USA gegenüber der EU einen Leistungsbilanzüberschuss aus; ein Ergebnis des hohen Einkommensbilanzüberschusses der USA. Gewinne von US-Unternehmen sind Teil der Einkommensbilanz. Und da Steueroasen wie Irland viele US-Firmen (z. B. Apple) dazu gebracht haben, ihren Firmensitz dorthin zu verlegen, werden die Gewinne dieser Unternehmen in Irland gutgeschrieben. Da der Eigentümer jedoch in den USA sitzt, werden diese Gewinne in der Statistik der

Leistungsbilanz als Einkommen für die USA aufgeführt. Entscheidend ist hier nicht, ob diese Summen wirklich in die USA zurückfließen, sondern nur, dass der Eigentümer in den USA sitzt. So weisen die USA zwar ein Handelsbilanzdefizit gegenüber der EU aus, die dort aktiven US-Unternehmen verdienen allerdings ausreichend Geld, um das Defizit durch die Einkommenstransfers auf der Leistungsbilanz zu neutralisieren. Die von Trump kritisierte Netto-Umschichtung von US-Dollar von US-Bürgern ins Ausland findet also gar nicht statt (s. Grafik 1), zumindest nicht zwischen den USA und der EU. **Realwirtschaftlich neutral ist diese Entwicklung dennoch nicht.**

Auch die deutsche Leistungsbilanz ist insgesamt wenig aussagekräftig. Deutschland weist seit 2004 einen Einkommensbilanzüberschuss aus. Direktinvestitionen haben zu einem profitablen Vermögens- und Kapazitätsausbau im Ausland geführt. Der Überschuss ist somit ein Maßstab für die im Ausland erwirtschaftete Wertschöpfung, was auch für Länder mit Einkommensbilanzdefizit durchaus positiv zu bewerten ist. Deutsche Unternehmen haben nicht nur oder vor allem aufgrund von Steuervorteilen Firmensitze ins Ausland verlegt. Der deutsche Mittelstand hat durch Direktinvestitionen seine Produktionsprozesse und Kapazitäten globalisiert und somit die Wertschöpfung in anderen Ländern gesteigert; nicht zuletzt, um sich in stark wachsenden Absatzmärkten behaupten zu können. Der deutsche Mittelstand exportiert also nicht nur Güter und Dienstleistungen, er generiert auch immer mehr Gewinne im Ausland, die oftmals die Grundlage für weitere Direktinvestitionen darstellen. Zwar werden deutsche Gewinne aus Direktinvestitionen laut ifo-Institut in den letzten Jahren verstärkt ausgezahlt und nicht reinvestiert, dennoch zeigt **der deutsche Einkommensüberschuss** (genauer gesagt der Überschuss des Primäreinkommensaldos, der hauptsächlich durch Einkommen aus Direktinvestitionen getrieben ist), **wie unangebracht ein Verweis auf die Leistungsbilanz insgesamt ist, da die realwirtschaftlichen Effekte des deutschen Handels- und Einkommensüberschusses im Partnerland durchaus als gegenläufig bezeichnet werden können.** Ohne die (primäre) Einkommensbilanz betrug der deutsche Leistungsbilanzüberschuss in 2017 nur 6 % des BIP anstatt 8 %.

Abb. 2: Deutscher Einkommensbilanzsaldo* in % der deutschen Direktinvestitionen



Quellen: Deutsche Bundesbank; Statistisches Bundesamt; IKB * Primäreinkommen

Wo sind die US-Dollar?

Zur Zeit des Goldstandards war ein Handelsbilanzdefizit mit einem Netto-Export von Gold verbunden. Das entsprechende Land wurde „ärmer“, da Gold ein universales Zahlungsmittel war und in diesem Fall tatsächlich eine Reduzierung der realen Geldmenge stattfand, was zu deutlich höheren Zinsen führte. Anders ausgedrückt: Die reduzierte Menge an Gold kam einer Geld- bzw. Währungsentwertung gleich und setzte einen Anpassungsprozess in Gang, um zusammen mit höheren Zinsen das Defizit zu reduzieren. Mit der **Annahme, Goldreserven seien Maßstab für den Wohlstand (Merkantilismus), lässt sich folglich argumentieren, ein Handelsbilanzdefizit sei generell ein Verlust für ein Land, während ein Überschuss einen Gewinn darstellt.** In dieser Theoriwelt scheint der US-Präsident noch zu leben, da er immer wieder darauf verweist, wieviel das Handelsdefizit die USA kostet.

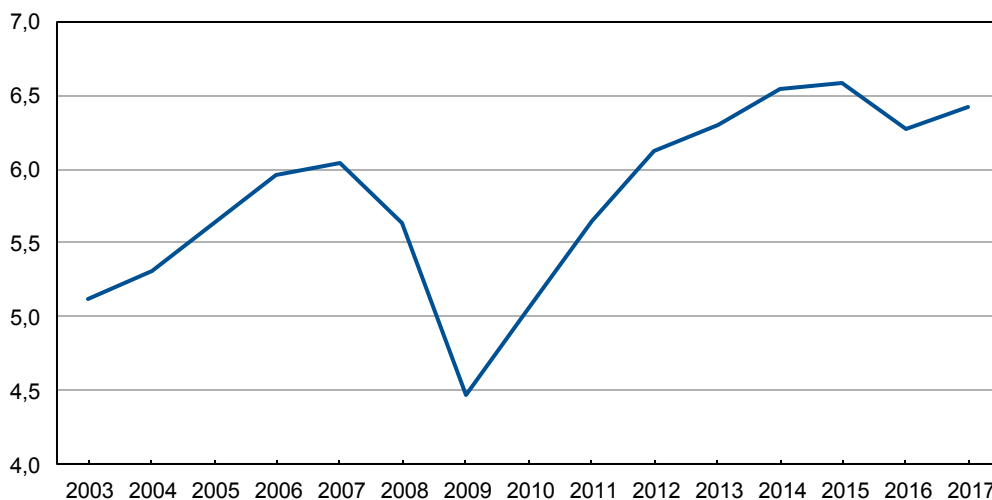
In einer Welt der kreditgetriebenen und somit endogenen Geldmengenausweitung ist dies jedoch nicht der Fall. Ein Handelsbilanzdefizit bedeutet heute nicht mehr, dass US-Dollar die USA verlassen und deshalb

weniger Kaufkraft bzw. Vermögen zur Verfügung steht. Alle US-Dollar-Konten, die weltweit existieren, führen zurück zum US-Bankensystem. So mag die chinesische Regierung viele US-Dollar-Reserven besitzen. Diese werden jedoch in US-Dollar-Vermögen oder -Einlagen bei US-Banken gehalten. **Ein Leistungsbilanzdefizit ist somit nicht gleichbedeutend mit einem Netto-Verlust an US-Dollar für die US-Wirtschaft. Die Frage ist eher, in wessen Besitz sich die US-Dollar-Einlagen befinden, und wie diese Besitzer die effektive Nachfrage der US-Wirtschaft beeinflussen könnten.** Ein Überschuss an US-Dollar auf den globalen Finanzmärkten könnte in der Tat den Wert der Währung schwächen, was die internationale Kaufkraft der USA belasten würde und somit Wohlfandeffekte auslösen könnte.

Nicht die US-Dollar-Salden oder -Bewegungen sind entscheidend, sondern Investitionen

US-Präsident Trump argumentiert, Importe würden die Industrie in den USA zerstören und das US-Defizit vernichte Arbeitsplätze. Doch was passiert hier genau? Aktuell findet eine Umschichtung von US-Dollar-Vermögen von amerikanischen Bürgern hin zu ausländischen Unternehmen statt. Doch da die US-Dollar das Land nicht verlassen, sind sie weiterhin Teil der US-Wirtschaft. Gelangen die US-Dollar in Folge einer lokalen Produktion zu einem inländischen US-Unternehmen, so finanziert es damit Löhne und reale Investitionen in den USA. Werden die US-Dollar in Folge von Importen bei einem chinesischen Unternehmen gehalten, ist dies nicht der Fall – zumindest was die Löhne angeht. Kauft die chinesische Notenbank dem Unternehmen die US-Dollar ab, bekommt es dafür chinesische Yuan, was einem Anstieg der chinesischen Geldmenge gleichkommt. In diesem Falle landen die US-Dollar im US-Finanzsektor durch den wahrscheinlichen Ankauf von US-Staatsanleihen. Verkauft das chinesische Unternehmen die US-Dollar auf dem offenen Markt, gelangen sie ebenfalls in den US-Finanzsektor. Beides führt zu niedrigeren Renditen. Die Frage ist dann, ob diese wiederum zu einem höheren Investitionsvolumen bzw. zu einer zunehmenden Kreditvergabe führen und somit das Geld in die Realwirtschaft zurückfließt. Es ist offensichtlich, dass im Falle eines Transfers an Nicht-US-Firmen (Handelsbilanzdefizit) der Weg zurück in die US-Realwirtschaft und damit hin zur Nachfrage ein doch eher langer sein kann.

Abb. 3: US-Ausrüstungsinvestitionen in % des BIP



Quellen: FRED; IKB

Ein Ungleichgewicht bzw. eine reduzierte Nachfrage entsteht dann, wenn US-Dollar-Einlagen ausländischer Besitzer bei US-Banken gehalten und trotz niedriger Zinsen nicht investiert werden. In dem Maße, in dem Notenbanken, globale Unternehmen oder Finanzinvestoren liquides US-Dollar-Vermögen halten und nicht direkt investieren, ergibt sich eine reduzierte effektive Nachfrage in den USA. Ein Handelsbilanzdefizit reduziert direkt die effektive Nachfrage, während ein Einkommensüberschuss zwar das US-Unternehmensvermögen erhöht, was aber nicht direkt zu mehr Nachfrage nach Investitionen in den USA führen muss. **Für die USA ist entscheidend, ob der Einkommensüberschuss und damit die durch das Ausland bzw. durch im Ausland ansässige US-Unternehmen gehaltenen US-Dollar-Einlagen für reale US-Investitionen genutzt werden und den Einfluss des Handelsbilanzdefizits auf die effektive Nachfrage reduzieren können.** Die realwirtschaftlichen Folgen eines Handelsbilanzdefizits in Kombination mit

Einkommensüberschüssen sind somit in erster Linie eine Frage der Investitionsneigung der US-Unternehmen im Ausland in die US-Realwirtschaft. Ein höheres Investitionsniveau würde das Potenzialwachstum und die US-Produktivität steigern, was sich wiederum positiv auf die Handelsbilanz auswirken sollte. Ein Produktivitätsschub wäre auch im Kontext der niedrigen Arbeitslosenquoten durchaus wünschenswert.

Fazit:

Wenn über Handelsungleichgewichte bei Gütern und Dienstleistungen diskutiert wird, wird oft die Leistungsbilanz angeführt. Diese setzt sich aber aus der Handels- und Einkommensbilanz zusammen. Beide haben für die Realwirtschaft unterschiedliche Bedeutung und sollten nicht verwechselt bzw. in einen Topf geworfen werden.

Global agierende Unternehmen erwirtschaften ihre Gewinne zunehmend im Ausland und generieren tendenziell einen Überschuss auf der Einkommensbilanz. Ein Handelsbilanzdefizit hingegen hat durch das Ungleichgewicht zwischen Exporten und Importen von Gütern und Dienstleistungen direkte negative realwirtschaftliche Folgen, die jedoch nicht mit einer positiven Einkommensbilanz verrechnet werden sollten. Denn ein Einkommensbilanzüberschuss hat nur dann einen positiven Einfluss auf das Wirtschaftswachstum, wenn sich angehäufte internationale Gewinne in einer effektiven inländischen Investitionsnachfrage niederschlagen, was nicht zwangsläufig der Fall sein muss.

Eine mehr oder weniger ausgeglichene Leistungsbilanz zwischen den USA und der EU hat aufgrund des Handelsbilanzdefizits der USA sehr wohl realwirtschaftliche Implikationen. Doch die Lösung liegt weniger in einem Handelskonflikt, sondern in einer höheren US-Investitionsdynamik.

Empfohlene Literatur:

Tracking the international footprints of global firms, BIS Quarterly Review, March 2018:

https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1803f.pdf

Ifo Schnelldienst 22/2017: Der Einfluss der vermögenseinkommen auf den deutschen Leistungsbilanzüberschuss: <https://www.cesifo-group.de/DocDL/sd-2017-22-graf-grimme-vermoegenseinkommen-2017-11-23.pdf>

Ifo Schnelldienst 9/2018: Beobachtungen zur US-Leistungsbilanz: <https://www.cesifo-group.de/DocDL/sd-2018-09-felbermayr-beobachtungen-us-leistungsbilanz-2018-05-09.pdf>

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

Daten auf einen Blick (22. August 2018)

Gesamtwirtschaft

	Mrd. € 2017	Reale Veränderung in % zum Vorjahr (kalenderbereinigt)			
		2015	2016	2017	2018P
BIP	3.263,4	1,5	1,9	2,5	1,9
Privater Verbrauch	1.732,8	1,6	1,9	2,1	
Staatsverbrauch	637,9	2,9	3,7	1,6	
Ausrüstungsinvestitionen	214,6	3,0	2,1	4,9	
Bauinvestitionen	323,0	-1,9	2,5	3,5	
Exporte	1.541,5	4,7	2,4	5,3	
Importe	1.294,3	5,2	3,8	5,6	
Verbraucherpreise		0,2	0,5	1,7	1,8

Frühindikatoren

Index* 2015 = 100	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Mai 18	Jun 18	Jul 18
ifo-Geschäftsklima	103,2	3,1	102,3	101,8	101,7
Auftragseingänge**	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Apr 18	Mai 18	Jun 18
	107,0	5,6	107,1	109,9	105,5

Produktion und Handel**

Index* 2015 = 100	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Apr 18	Mai 18	Jun 18
Verarbeitendes Gewerbe	104,7	3,5	105,5	108,3	107,3
Bauhauptgewerbe	109,4	6,1	115,8	119,9	116,0
Einzelhandel (ohne Kfz)	105,1	3,0	107,1	105,4	106,7

Außenhandel nominal***

	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Apr 18	Mai 18	Jun 18
Warenexporte Mrd. €	1.279,1	6,2	110,3	109,1	115,5
Warenimporte Mrd. €	1.034,3	8,3	90,2	89,5	93,7

Arbeitsmarkt**

	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Mai 18	Jun 18	Jul 18
Erw. erbstätige in Mio.	44,188	1,5	44,670	44,698	-
Arbeitslose in Mio.	2,531	-5,9	2,358	2,344	2,338
Arbeitslosenquote in %	5,7		5,2	5,2	5,2

Wechselkurse

	22.08.18	Ende 2018	Ende 2019
1 € = ... US-\$	1,16	1,17	1,25
1 € = ... CHF	1,14	1,17	1,24

Zinsen in %

3-Monats-Euribor	-0,32	-0,27	0,10
USD 3-Monats-Libor	2,31	2,70	3,50
10-jährige Bundesanleihen	0,33	0,50	1,00
10-jährige US-Staatsanleihen	2,82	3,00	3,40

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

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

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 Werbemittelung 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-Bötzel-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4492

22. August 2018
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HRB 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