

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

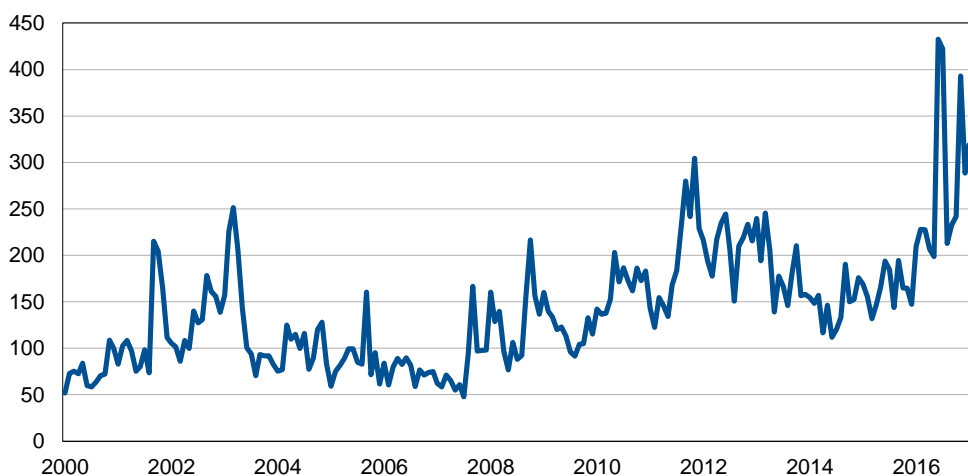
Die EU hat viele Baustellen, die die EZB in ihrem Handlungsspielraum einengt

Die Märkte atmeten auf – ein schwarzer Schwan wie mit dem Brexit Referendum scheint es in Frankreich nicht zu geben. So ist mit dem ersten und aller Voraussicht nach auch mit dem zweiten Wahlgang am 7. Mai ein bedeutender Risikofaktor aus dem Weg geschafft. Allerdings nur einer, denn mit der weiterhin hohen Arbeitslosenquote und einer generellen Unzufriedenheit in vielen EU-Ländern bedeuten jegliche nationale politische Wahlen einen Test für den Zusammenhalt der EU bzw. der Euro-Zone. So mag die Währungsunion ihre Schuldenproblematik auch dank der EZB kurzfristig erfolgreich adressiert haben. Die grundsätzliche Balance zwischen Selbstbestimmung, Gemeinschaftsregeln und europäischer Neuausrichtung ist allerdings alles andere als gelöst.

Die EU hat in den letzten Jahren oftmals darauf vertraut, dass die Konjunkturerholung nicht nur die Schuldenentwicklung positiv beeinflusst, sondern auch die Stimmung vor allem der arbeitenden Bevölkerung anhebt. Doch eine Wirtschaft kann nicht kontinuierlich hohes Wachstum zeigen, um die unterliegenden Probleme zuzudecken. Nach jeder Flut kommt die Ebbe. So kann sich die EU nicht darauf ausruhen, dass die nun schon seit mehreren Jahren anhaltende, jedoch eher flache Erholung die Lösung ist – vor allem weil diese maßgeblich durch eine außerordentliche Geldpolitik gestützt wird. Grundsätzliche Fragen wie die Verteilung von Verantwortung, Pflichten und Lasten innerhalb der EU-Gemeinschaft bestehen weiterhin und können nicht durch eine konjunkturelle Erholung nachhaltig gelöst werden. Gebraucht werden Reformen, die zu einem höheren Potenzialwachstum sowie Homogenität in wichtigen Fragen innerhalb der EU führen.

Die Schuldenquote liegt bei den meisten Ländern der EU weit jenseits der Maastricht-Richtlinie von 60 %. Ein Zustand, der relativ wenig Handlungsdruck zu erzeugen scheint – bis auf die EZB ([s. auch die IKB-Studie „Schuldendynamik und Fiskalpolitik der vier großen Euro-Länder“, Oktober 2016](#)). Doch die Passivität bei wirtschaftlichen und politischen Reformen in der EU schränkt den Handlungsspielraum der europäischen Notenbank ein. Angesichts dieser Rahmenbedingungen sowie der Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Brexit-Verhandlungen tut die EZB gut daran, eine reaktive Geldpolitik zu verfolgen. Sprich: Sie wird erst dann agieren, wenn sie die absolute Überzeugung hat, dass eine Zinsveränderung notwendig ist bzw. diese die fragile Konjunkturerholung in keiner Weise belastet. Prognosen spielen hierbei eine untergeordnete Rolle. Die Kosten einer Fehleinschätzung sind angesichts der fragilen EU-Wirtschaft und des Auslastungsgrads der Geldpolitik extrem hoch, während die Prognoseunsicherheit ebenfalls zugenommen hat. Dennoch ist davon auszugehen, dass die EZB mit anhaltend guten Konjunkturdaten ihr Aufkaufprogramm im Jahr 2018 zurückfahren und den negativen Einlagenzinssatz zurück auf 0 % setzen könnte – eher eine technische Korrektur als eine geldpolitische Neuausrichtung, für die weder die Wirtschaft noch die Politik bis dato ausreichend Handlungsraum geschaffen hat.

Abb. 1: Policy Uncertainty Index Europa



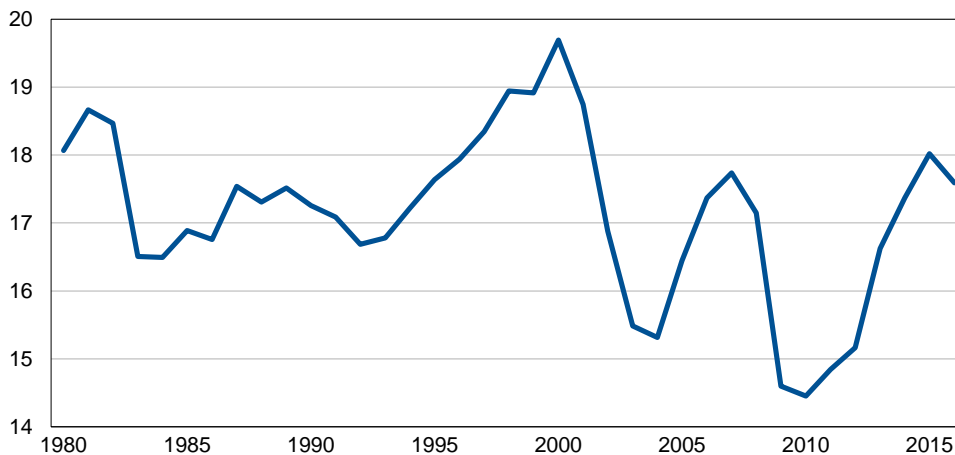
Quelle: "Measuring Economic Policy Uncertainty" by Scott R. Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis at www.PolicyUncertainty.com.

US-Steuerreform – Magie oder mehr vom alten?

In den USA hat sich aufgrund deutlicher Stimmungsverbesserungen, infolge hoher Erwartungen in Trumps Politik, der Druck auf den US-Präsidenten erhöht. Dies hat zu einer zügigen Vorstellung seiner Steuervorschläge geführt. Doch eine detaillierte und breit angelegte Steuerreform blieb trotz der Ankündigungen aus. Bei den aktuellen Plänen handelt es sich eher um Steuersenkungen bzw. effektive Erleichterungen, als um eine weitreichende Steuerreform. Der Unterschied liegt darin, dass Steuerreformen die Anreizstrukturen verändern und somit nicht nur die Nachfrage zunehmen lassen, sondern auch zu Anpassungen der Angebotsseite führen, die wiederum das Potenzialwachstum fördern. Hiervon sind die aktuellen Ankündigungen allerdings noch weit entfernt. So ist auch die Meinung, dass die aktuell vorgestellten Maßnahmen sich selber finanzieren, eher Wunschtraum als volkswirtschaftliche Realität.

Der Gedanke, dass Steuersenkungen Wachstum fördern, ist nicht abwegig. Verbesserte Anreizstrukturen bzw. ein höheres verfügbares Einkommen infolge geringerer Steuersätze beeinflussen die Angebots- wie auch Nachfrageseite der Wirtschaft. Doch der Gedanke, durch eine Steuererleichterung ultimativ mehr Steuereinnahmen zu genießen, beruht auf der Annahme, dass die Steuerlast der Hauptgrund für niedriges Wachstum ist. Grundlage hierfür ist die Laffer-Kurve. Bei einer Besteuerung von 100 % wäre niemand bereit zu arbeiten, sodass die Steuereinnahmen null wären. Ist hingegen die Steuerrate 0 %, gäbe es ebenfalls keine Einnahmen für den Staat. Dazwischen wird sich eine Volkswirtschaft finden. Dies war auch das Argument der Supply-Side-Volkswirte unter Reagan – verbesserte Anreizstrukturen durch niedrigere Steuern schaffen höheres Wachstum und Steuereinnahmen. Die Realität attestiert dieser Theorie jedoch nur wenig praktische Relevanz. Dies gilt auch für die USA, deren aktuelle Steuerlast alles andere als außerordentlich hoch einzuschätzen ist – zumindest was die gesamte Steuerlast angeht.

Abb. 2: USA - Steuereinnahmen in % zum BIP



Quelle: Fed

Die Unternehmensteuer liegt bei 35 %, was im internationalen Vergleich relativ hoch ist. Die vorgeschlagene Senkung auf 15 % würde sie ans untere Ende platzieren. Dies mag zu einem erhöhten Anreiz für Investitionen in den USA führen, ebenso wie die Senkung der Einkommensteuer das verfügbare Einkommen stärkt und zu einem höheren Konsum führen sollte. Hierüber gibt es grundsätzlich wenig Diskussionen. Was aber zweifelhaft ist, ist die Behauptung, dass das Wachstum in solch einem Maße steigt, dass dies das resultierende Steuerloch vollkommen schließen wird. Es ist eher zu erwarten, dass das Haushaltsdefizit und die Schuldenquoten zunehmen. Dies wiederum bringt Zweifel mit sich, ob die Republikaner, die sich generell Sorgen über die Schuldenquote machen, die vollen Ausmaße der Steuervorschläge nachhaltig unterstützen werden. Doch ein ausweitendes Defizit ist notwendig, um jegliche Politik kurzfristig als wachstumsfördernd zu bezeichnen. Gleich hohe Steuereinnahmen könnten die Anreizstrukturen verändern, nicht aber kurzfristige effektive Stimulierungsimpulse liefern.

Die angekündigten Maßnahmen dürften das Haushaltsdefizit ausweiten und somit einer kurzfristige Stimulierungspolitik gleichkommen. Die Steuererleichterung wird die Stimmung hoch halten und kurzfristig realwirtschaftliches Wachstum fördern. Die IKB erwartet für die USA für die Jahre 2018 und 2019 ein BIP-Wachstum von 2,6 % bzw. rund 3 %. Dies sollte der Fed den notwendigen Raum geben, moderate Zinsanhebungen in den kommenden zwei Jahren umzusetzen. Würden allerdings die Vorschläge nur sehr abgeschwächt durch den Kongress genehmigt werden, so ist nicht nur mit einer Stimmungseintrübung in den USA zu rechnen, die Fed wird auch nicht den Raum finden, ihren Leitzins auf das von ihr anvisierte Niveau von rund 3 % anzuheben.

Fazit

In Europa bleibt der Handlungsspielraum der EZB eingeschränkt. Sie ist mit ihrer geldpolitischen Ausrichtung am Anschlag, während Risiken für die europäische Konjunktur und die politischen Strukturen weiterhin bestehen. Eine falsche Straffung hätte somit fatale Folgen, während ein zu spätes Handeln eher überschaubare Konsequenzen mit sich bringt. So ist die EZB mit einem asymmetrischen Risiko konfrontiert, was sie zu einer reaktiven Haltung zwingt. Zwar ist mit der erwarteten Inflationsdynamik Raum für eine Zinswende gegeben, doch müssen sich die Konjunktur- und Wachstumserwartungen angesichts des hohen Prognoserisikos erst einmal bewahrheiten. Was allerdings weniger unsicher scheint, ist die Tatsache, dass das Aufkaufprogramm 2018 zurückgefahren wird und der negative Einlagenzinssatz in den nächsten 12 bis 18 Monaten infolge einer technischen Adjustierung zurück auf 0 % gesetzt werden könnte.

In den USA wird eine expansive Fiskalpolitik der Fed den Raum geben, ihre moderaten Leitzinsanhebungen auch im Jahr 2018 fortzusetzen. Vor allem wenn der US-Kongress die aktuellen Steuererleichterungsvorschläge voll und ganz durchwinken wird, wäre von einer deutlichen US-Wachstumsbeschleunigung im Zeitraum 2018/19 auszugehen. Doch selbst mit moderaten Wachstumserwartungen scheinen die Renditen der US-Staatsanleihen ein zu negatives Konjunkturbild widerzuspiegeln; eine ähnliche Einschätzung gilt ebenfalls für die deutschen Renditen.

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

28. April 2017

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