

Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

Volkswirtschaft und Research IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Klaus Bauknecht
Chefvolkswirt
+49 211 8221 4118
Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Dr. Carolin Vogt
+49 211 8221 4492
Carolin.Vogt@ikb.de

Ralf Heidrich
Ralf.Heidrich@ikb.de

Eugenia Wiebe
Eugenia.Wiebe@ikb.de

Deutsche Konjunktur: Perspektiven sind nach wie vor günstig, aber Investitionszurückhaltung könnte zur Belastung werden **2**

ifo Geschäftsklima bestätigt positive Korrektur • Engpässe in der Wirtschaft begrenzen zunehmend das Wachstum • Unternehmen fehlt Vertrauen für Investitionen • Investitionszurückhaltung belastet mittelfristigen Wachstumsausblick

Kapitalmärkte: Fed hebt die Zinsen an, aber US-Zinsschritte könnten beendet sein, bevor die EZB überhaupt beginnt **4**

Fed agiert aktuell in einem unterstützenden Umfeld für ihre Normalisierungspolitik • Mögliche US-Wachstumsverlangsamung könnte Fed- und damit EZB-Politik 2020 einengen • Angesichts der geringen Inflationsdynamik besteht aktuell kein Handlungsdruck für die EZB • EZB ist gut beraten, an ihrer reaktiven Politik festzuhalten

Euro-Zone: Geringes Geldmengenwachstum entschärft Inflationsrisiko **6**

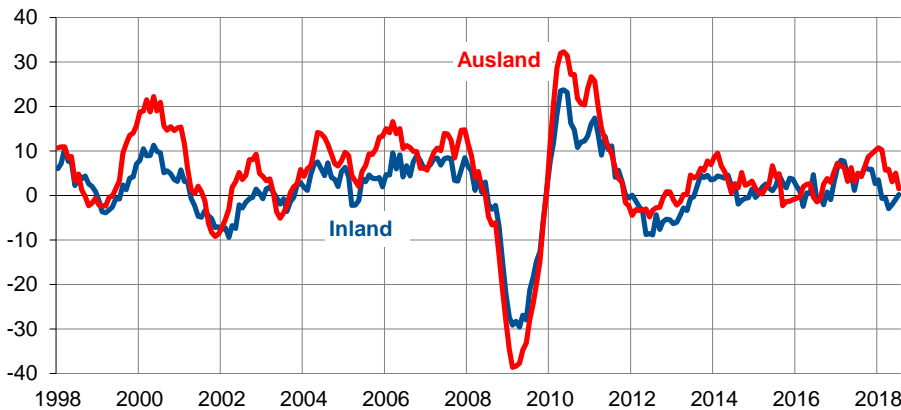
Es ist kein nachhaltiger Inflationsanstieg zu erwarten • Hierfür müsste Geldmengenwachstum und Neigung, Geldbestände auszugeben, steigen • Hohe Schuldenquoten und globale Risiken verhindern Geldmengentransformation in die Realwirtschaft

Deutsche Industrie: Trotz Risiken stabiler Ausblick **9**

Nach dem Erfolgsjahr 2017 zeigt die deutsche Industrie bisher nur eine durchwachsene Entwicklung • Hohe Auslastung der Produktionskapazitäten verhindert Anziehen der Produktion • Globale Konjunkturrisiken verunsichern und behindern notwendige Erweiterungsinvestitionen

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 %)

Deutsche Konjunktur: Perspektiven sind nach wie vor günstig, ...

Die Stimmung in der deutschen Wirtschaft hatte sich seit Anfang des Jahres in der Tendenz immer weiter eingetrübt. Erst im August hellte sich das ifo Geschäftsklima als wichtigster Stimmungsindikator für Deutschland unerwartet deutlich auf. Insbesondere der starke Anstieg der Erwartungskomponente von 98,2 auf 101,3 Zähler (revidiert) überraschte.

ifo Geschäftsklima bestätigt positive Korrektur im August

Das jüngst veröffentlichte ifo Geschäftsklima für September hat zwar minimal um 0,2 Punkte auf 103,7 Punkte nachgelassen, bestätigt aber damit die positive Korrektur im August. Bei den Teilkomponenten fielen die Geschäftsperspektiven gegenüber dem Vormonat etwas weniger optimistisch aus, der Wert sank um 0,3 Punkte. Die Einschätzung der aktuellen Lage blieb nahezu unverändert. Trotz der minimalen Eintrübung des ifo Geschäftsklimas bleibt die Stimmung der deutschen Unternehmen also positiv.

BIP-Prognose der IKB wird bestätigt

Der ifo Index ist ein Frühindikator für das BIP-Wachstum mit einem Vorlauf von einem Quartal. Seine Aussagekraft liegt in erster Linie in seiner Dynamik, nicht in seinem Niveau. Mit den vorliegenden Zahlen liegen nun die Werte für das dritte Vierteljahr vollständig vor; der ifo-Durchschnittswert des dritten Quartals liegt über dem des zweiten, was einen positiveren Ausblick für die Wirtschaftsdynamik im vierten Quartal 2018 erlaubt. Damit bleiben die Perspektiven für die deutsche Wirtschaft nach wie vor günstig. Die IKB geht daher unverändert von einem BIP-Wachstum von ca. 2 % jeweils für 2018 und 2019 aus.

Ausblick bleibt grundsätzlich positiv

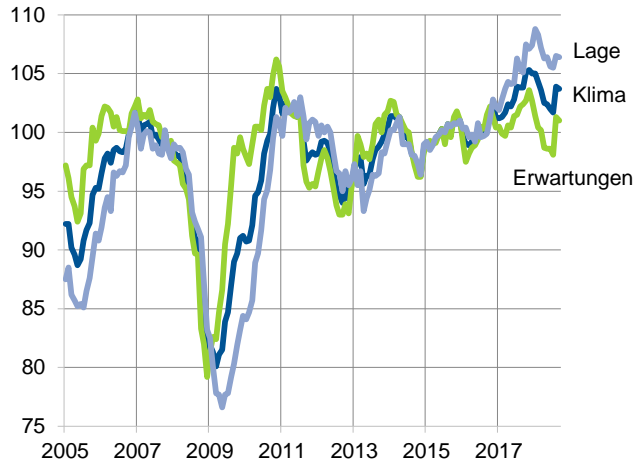
Die Konjunkturrisiken sind weiterhin ausgeglichen. Wirtschaftliche Probleme der Schwellenländer, die zunehmende Ungewissheit über die finale Ausgestaltung des Brexit und eine mögliche Abkühlung der US-Wirtschaft könnten den Exportausblick belasten. Die bilateralen Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China, die durchaus Vorteile für Unternehmen in der EU bringen könnten, verunsichern zusätzlich.

Eine wichtige Stütze für die deutsche Wirtschaft in diesem Umfeld bleibt der solide Binnenmarkt. Insbesondere der private Konsum ist angesichts der Zunahme des verfügbaren Einkommens und der anhaltend hohen Nachfrage nach Arbeitskräften ein bedeutender Träger der Entwicklung. Die Überauslastung der deutschen Wirtschaft wird anhalten und der Lohnanstieg sollte sich weiter beschleunigen.

... aber Investitionszurückhaltung könnte zur Belastung werden

ifo Geschäftsklima, 2015 = 100

saison- und kalenderbereinigt



Quelle: ifo Institut

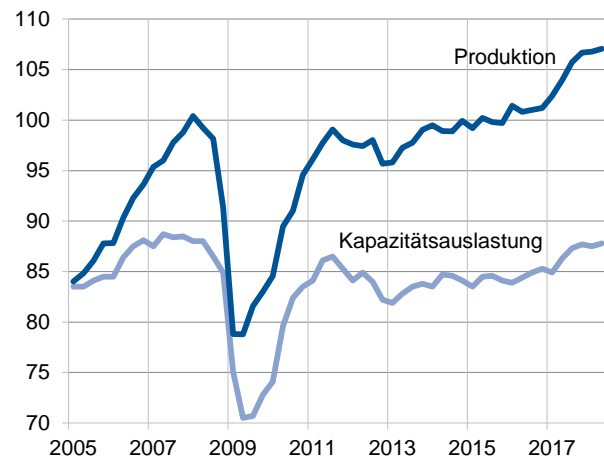
Zunehmende Kapazitätsengpässe verhindern Produktionsausweitung, ...

Fast alle Industriebranchen produzieren mittlerweile über ihrem langjährigen Kapazitätsdurchschnitt. Zudem klagen die Unternehmen über Engpässe bei Lieferanten. Der Fachkräftemangel ist schon länger ein Thema, der die Unternehmen belastet.

Trotz guter Auftragspolster ist in vielen deutschen Industriebranchen eine Produktionsausweitung aufgrund der Überauslastung nicht möglich, was eine Erweiterung der Produktionskapazitäten nahelegt, auch weil die Finanzierungsbedingungen für Investitionen weiterhin günstig sind. Doch die Unternehmen scheuen sich vor Investitionen; die Ausrüstungsinvestitionen zeigten im zweiten Quartal nur ein schwaches Plus von 0,4 % zum Vorquartal. In der grundsätzlichen Investitionszurückhaltung spiegelt sich die seit Jahren währende politische Unsicherheit wider: Mal war es die europäische Schuldenkrise, mal der Brexit, mal der Protektionismus. Letzterer sorgt am aktuellen Rand wieder für einen merklichen Anstieg der politischen Unsicherheit.

Verarbeitendes Gewerbe in Deutschland

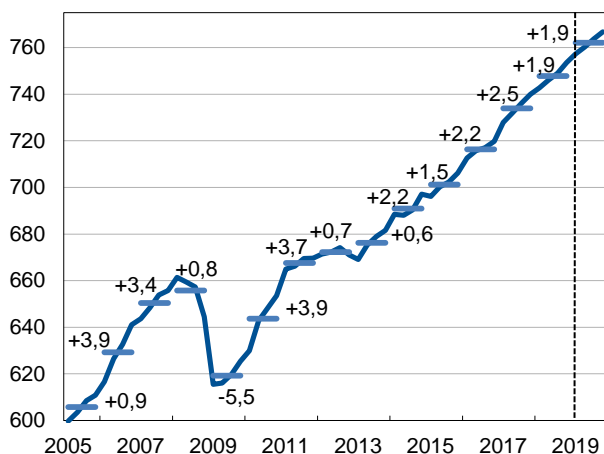
Produktion, real, saison- und kalenderbereinigt 2015 = 100
Kapazitätsauslastung in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; ifo Institut

Deutschland: vierteljährliches, reales BIP in Mrd. €

Saison- und kalenderbereinigt; Jahreswachstum in % zum Vorjahr



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Prognose

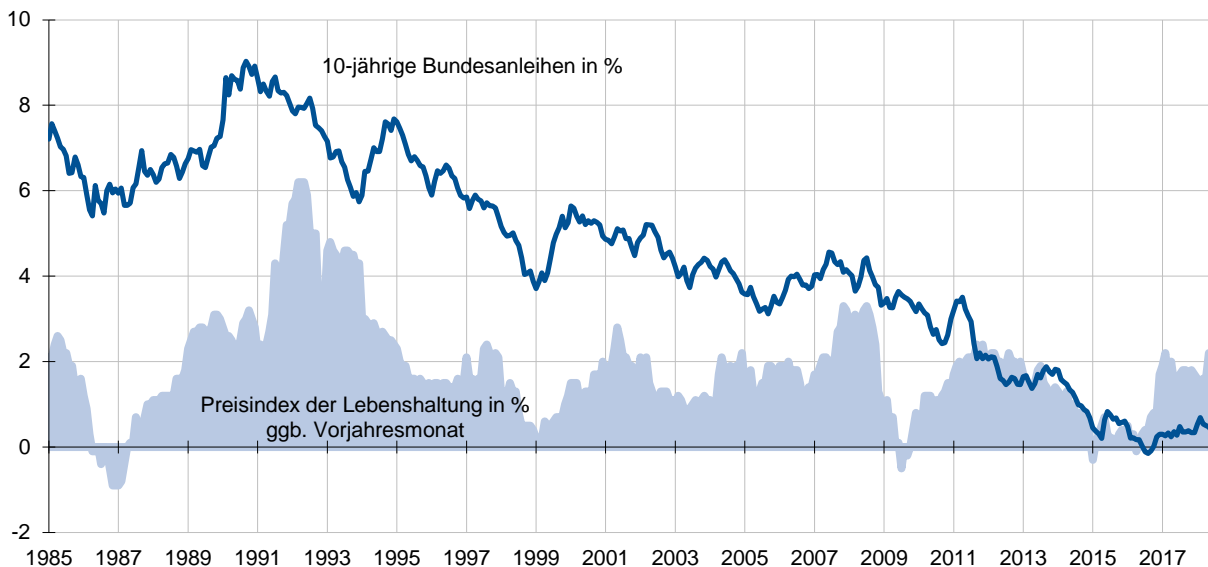
... und Investitionszurückhaltung hält an

In einem unsicheren und von Risiken geprägten Umfeld vertrauen die Unternehmen nicht darauf, dass sie die Kosten für die Erweiterung der Produktionskapazitäten durch höhere Erträge in der Zukunft finanzieren können. Trotz des sicherlich fragilen Umfelds bleiben die Konjunkturaussichten für die deutsche Wirtschaft grundsätzlich aber nach wie vor gut.

Bei der Beurteilung der Wachstumsperspektiven wird zu Recht auf globale Risiken verwiesen, die die Nachfrageseite treffen könnten. Dazu zählen insbesondere Brexit, wirtschaftliche Probleme der Schwellenländer und Handelsstreitigkeiten. Angesichts der zunehmenden Überauslastung der Wirtschaft und der fehlenden Investitionsbereitschaft rückt aber auch die Angebotsseite mehr und mehr in den Fokus. Die nur schwache Investitionstätigkeit könnte mittelfristig zum Belastungsfaktor für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum in Deutschland werden.

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

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Fed hebt die Zinsen an, ...

USA und Euro-Zone: Inflation in % zum Vorjahr



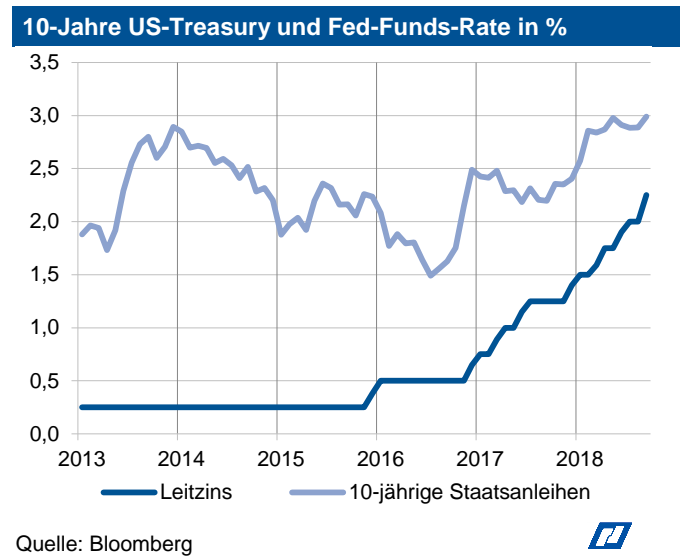
Quelle: Bloomberg



Die Stimmung von Unternehmen und Konsumenten ist hervorragend, und das US-BIP-Wachstum liegt über Potenzial: Die Rahmenparameter für die US-Wirtschaft geben der Fed viel Raum die Zinsen anzuheben – auch weil mit tendenziell steigendem Lohndruck die Inflationsrate auf Sicht weiter steigen sollte. Und als ob dies noch nicht genug ist, erweitert Trumps Handelspolitik den Spielraum der Fed noch weiter. Denn höhere Zölle werden zu steigenden Importpreisen führen, was wiederum Inflationsdruck bewirkt vor allem bei der aktuellen Kaufkraft der US-Konsumenten. Die Fed agiert somit aktuell in einem grundsätzlich unterstützenden Umfeld für ihre geldpolitische Normalisierung, das auch von globalen Entwicklungen nur

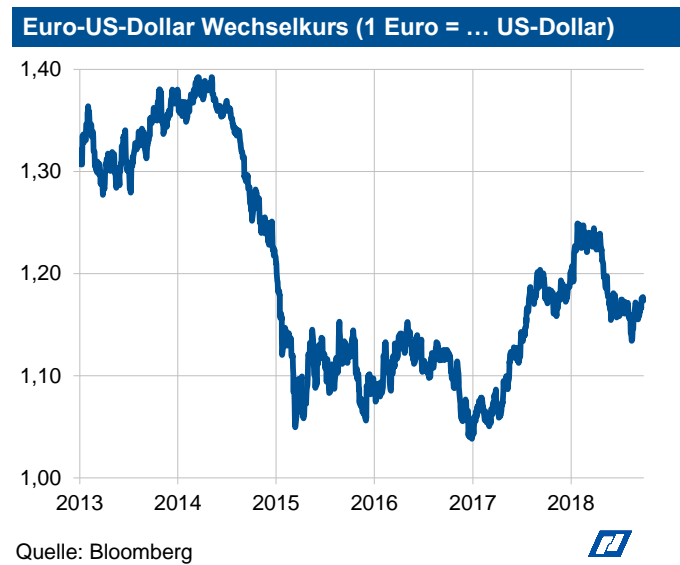
begrenzt beeinflusst wird, da die USA eine relativ geschlossene Volkswirtschaft darstellt und vor allem durch den privaten Konsum wächst. Dieses Umfeld mag sich dennoch relativ schnell ändern, vor allem wenn die Effekte der Steuersenkung nicht den erhofften nachhaltigen Wachstumseffekt mit sich bringen. So sollte die Fed in den Jahren 2018 und 2019 die Zinsen weiter stetig anheben; eine Einschätzung, die sie gemäß jüngster Aussagen zu teilen scheint. So kann mit mehreren weiteren Zinsanhebungen 2018 und 2019 gerechnet werden, was die Fed-Funds-Rate auf ein Niveau von zwischen 3,0 % und 3,5 % im Jahr 2019 bringen sollte. Für die EZB ist diese Entwicklung nur teilweise positiv. Ja, die US Wirtschaft stützt die globale Konjunktur und somit auch die Exporte aus der Euro-Zone. Gleichzeitig stärkt die geldpolitische Straffung der Fed den US-Dollar und steuert einer möglichen Euro-Aufwertung gegenüber dem Greenback entgegen. Auf der anderen Seite mag die Fed bereits Mitte 2019 mit ihren Zinsanstiegen am Ende sein – vor allem wenn sich die Trumps Stimulierungspolitik in der Tat als eher kurzfristig erweist. So besteht durchaus die Möglichkeit, dass die Fed ihr angestrebtes oder finales Zinsniveau erreicht hat, bevor die EZB überhaupt eine erste Zinsanhebung ins Auge gefasst hat. Denn eine erwartete Wachstumsverlangsamung in den USA für 2020 würde das Fenster für eine europäische geldpolitische Wende bereits Ende 2019 deutlich einengen. Hierfür wäre schon ein moderaterer US-Wachstumsverlauf und nicht erst eine Rezession ausreichend, da dies die Fed bereits stoppen würde, ihre Geldpolitik weiter zu straffen.

... aber US-Zinsschritte könnten beendet sein, bevor die EZB überhaupt beginnt



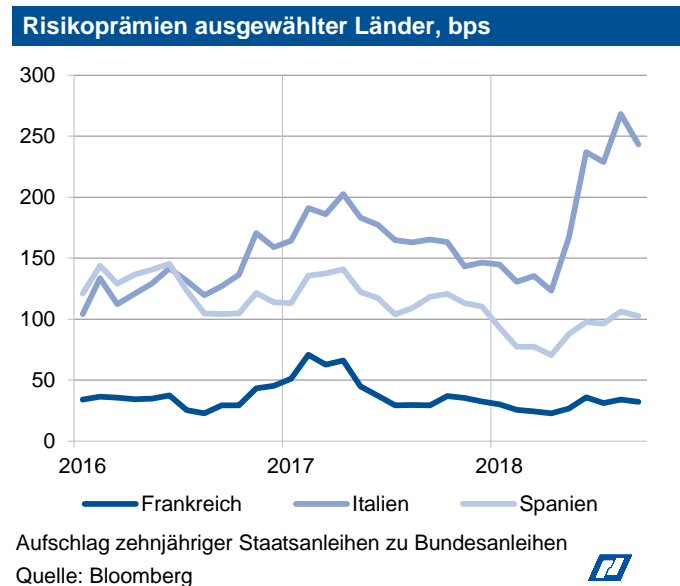
Und wenn die Fed die Zinsen nicht weiter anhebt geschweige denn senken würde, kann die EZB nur sehr begrenzt – wenn überhaupt – ihre Zinsen anheben, da dies zu einer deutlichen Aufwertung des Euro führen würde, was weder die Wachstums- noch Inflationsprognosen der EZB stützen und in sich selber eine geldpolitische Straffung bedeuten würde.

Das Potenzial für weitere Fed-Zinsanhebung in den Jahren 2018 und 2019 könnte die Schwellenländer verstärkt unter Druck setzen – vor allem diejenigen, die eine hohe Fremdverschuldung sowie ein Leistungsbilanzdefizit und damit einen hohen Bedarf an US-Dollar aufweisen. Allerdings scheinen die US-Renditemärkte weiterhin an einem deutlichen und nachhaltigen Anstieg der Fed-Funds-Rate zu zweifeln.



So sind die 10-jährigen US-Renditen zwar jüngst auf über 3 % gestiegen. Mit einer aktuellen Fed-Funds-Rate von 2,25 % ist die US-Zinskurve jedoch relativ flach. So glauben die Finanzmärkte auch weiterhin an keinen nachhaltigen Anstieg des US-Leitzinses auf deutlich über 3 % und bestätigen in einem gewissen Maße die These über einen begrenzten Handlungsspielraum der EZB in den kommenden Jahren.

Ungeachtet dieser Entwicklungen sollte die EZB das Aufkaufprogramm Ende 2018 beenden, was die Niveaus deutscher Renditen stützen sollte. Auch die Verabschiedung von negativen Zinsen mag in der zweiten Hälfte des Jahres 2019 durchaus plausibel sein. Zu welchem Maße diese geldpolitische Wende durch Zinsanhebungen der EZB 2020 fortgeführt wird, ist allerdings weniger sicher.



Grundsätzlich hat die EZB auch weiterhin keinen Handlungsdruck bzw. es gibt kein Indiz dafür, dass sich selbst nach mehreren Jahren der Konjunkturerholung Inflationsdruck aufbaut. Weder das Geldwachstum (siehe Beitrag S. 6) noch die Lohnstückkosten in der Euro-Zone stützen die Erwartung, dass die unterliegende Inflationsdynamik kurzfristig deutlich ansteigen sollte. Und mit einer hohen Staatsverschuldung sowie ansteigenden Wachstumsrisiken durch internationale Themen wie der Brexit oder Handelskonflikte ist die EZB gut beraten, auch weiterhin eine eher reaktive Geldpolitik zu verfolgen und sich eher von Daten als von Prognosen leiten lassen.

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

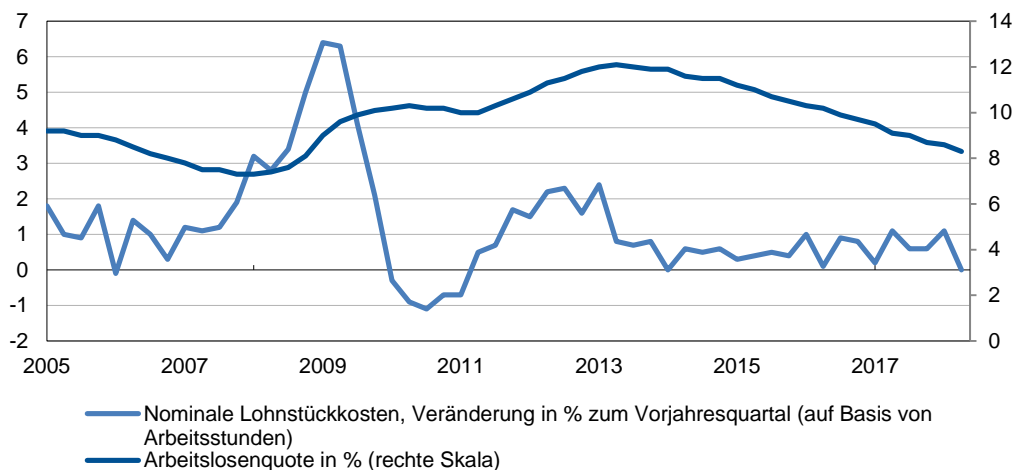
Euro-Zone: Geringes Geldmengenwachstum entschärft Inflationsrisiko

Viele volkswirtschaftliche Konzepte sind wie Ufos

Jedes Jahr treffen sich die Notenbankchefs in Jackson Hole, Kansas, zu einem Wirtschaftssymposium. In diesem Jahr (23. bis 25. August 2018) war die anhaltende Unsicherheit über die Treiber der Inflationsdynamik das Thema der Konferenz (siehe: <https://www.kansascityfed.org/publications/research/escp>), denn trotz niedriger Arbeitslosenquoten und jahrelang ununterbrochenem Wirtschaftswachstum gibt es immer noch keine Indizien für einen anziehenden Inflationsdruck. Der Grund wird in der Unsicherheit von volkswirtschaftlichen Ansätzen gesehen, die sich etwa im neutralen Zinssatz oder in der Phillips-Kurve manifestieren. Doch dies ist nichts Neues. Denn auch wenn Volkswirte diese Ansätze in der Praxis anwenden, bleiben sie Theorien. **Es handelt sich um volkswirtschaftliche Konzepte, deren Gültigkeit immer zeitlich limitiert ist und deren Werte in aller Regel nur annähernd bestimmt werden können.** Auch wenn diese Konzepte und Modelle theoretisch sinnvoll sein mögen, in der Praxis sind sie nur schwer greifbar. Milton Friedman hat in diesem Zusammenhang die Phillips-Kurve, also die Beziehung zwischen Arbeitslosenquote und Lohndruck bzw. Inflation als UFO bezeichnet, dessen Koordinaten man nicht greifen kann. Denn es gibt weder einen stabilen Zusammenhang zwischen Arbeitslosenquote und Inflation, noch einen universell gültigen neutralen Zinssatz, an dem sich die Notenbanken orientieren sollten.

Solche Unsicherheiten machen Prognosen zur Inflation oder zur Geldpolitik zu einem schwierigen Unterfangen. So lag die Inflationsrate in den letzten Jahren oftmals deutlich niedriger, als aufgrund von Konjunkturerwartungen zu erwarten war (s. auch *IKB-Kapitalmarkt-News 19. Juli 2018*). **Die Notenbanken auf beiden Seiten des Atlantiks waren gut beraten, in Anbetracht dieser Unsicherheit eher zu reagieren als zu agieren.** Und dennoch bleibt die Sorge, dass irgendwann eine niedrige oder sinkende Arbeitslosenquote zu eskalierenden Lohnkosten und damit zu Inflation führen muss. Könnten die Fed und insbesondere die EZB, die in ihrer geldpolitischen Wende noch ganz am Anfang steht, von steigendem Inflationsdruck überrascht werden? Die Zinsmärkte scheinen weiterhin entspannt zu sein. Ist dies begründet bzw. gibt es konkrete Indikatoren, die diese Gelassenheit stützen?

Abb. 1: Lohnstückkosten und Arbeitslosenquote der Euro-Zone



Quelle: Eurostat

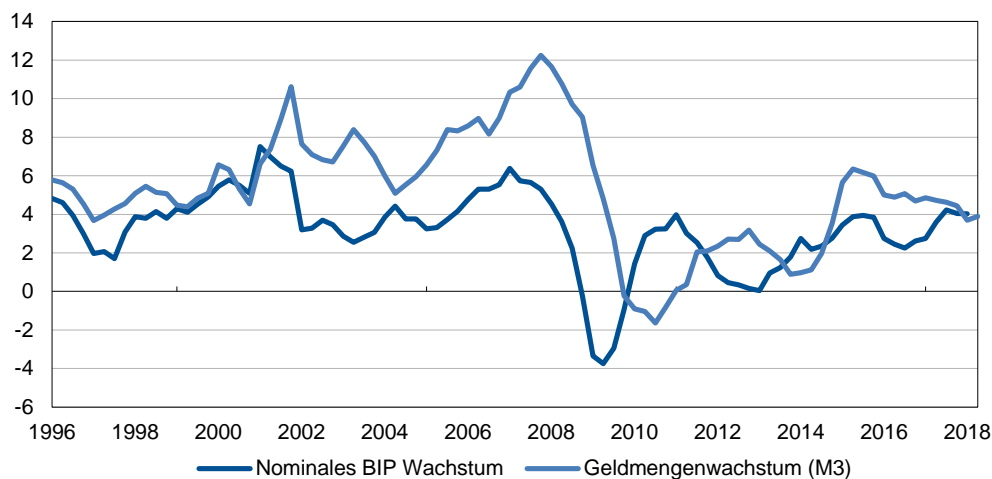
Geldmengenwachstum und Umlaufgeschwindigkeit des Geldes deuten auf kein Inflationsrisiko hin

Eine Berechtigung für die Gelassenheit liegt darin, dass sich die Inflation schon länger als stabil erwiesen hat, vor allem in entwickelten Ländern und wenn die Inflationserwartungen relativ konstant sind. Inflationsdynamik ist also keine volatile Größe, sondern baut sich langsam auf. Allerdings können Inflationsraten zum Beispiel in Folge eines Ölpreisanstiegs – kurzfristig – überraschend stark ansteigen. Sicherlich mag es ein kritisches Inflationsniveau geben, ab dem sich eine deutliche und eskalierende Inflation bis hin zu einer Hyperinflation schnell entwickeln kann. Hierfür sind allerdings nicht nur starke Inflationserwartungen nötig,

was in Ländern mit historisch hohen Inflationsraten der Fall sein kann, auch ist eine schnelle Ausweitung der Geldmenge erforderlich.

Das Geldmengenwachstum und die Kreditvergabe in der Euro-Zone verlaufen aktuell allerdings alles andere als expansiv. Die Geldmenge M3 wächst kaum schneller als das nominale BIP-Wachstum, was sich in der weiterhin eher moderaten Kreditvergabe zeigt. Ob Geldmengenwachstum der Grund oder die Folge von Inflation ist, ist nicht entscheidend: Ohne ein Wachstum der Geldmenge kann Inflation nicht stattfinden. Der Ansatz, der Inflation durch die Geldmenge erklärt, war jedoch in den letzten Jahre wenig erfolgreich, denn das Geldmengenwachstum lag vor der Finanzkrise deutlich über dem nominalen BIP-Wachstum, ohne für Inflation in der Realwirtschaft zu sorgen. Volkswirte verweisen hier auf eine nicht stabile bzw. sinkende Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Geld wird zunehmend gehalten, fließt aber nicht in den realwirtschaftlichen Kreislauf, was klassische, inflationäre Preisanstiege verhindert. Anders ausgedrückt: Die Nachfrage nach Geld schien in den letzten Jahren weniger aus der Realwirtschaft zu kommen, um damit höhere Preise zu finanzieren, sondern der Bedarf kam aus der Finanzwirtschaft.

Abb. 2: M3 und nominales BIP-Wachstum der Euro-Zone in % zum Vorjahresquartal

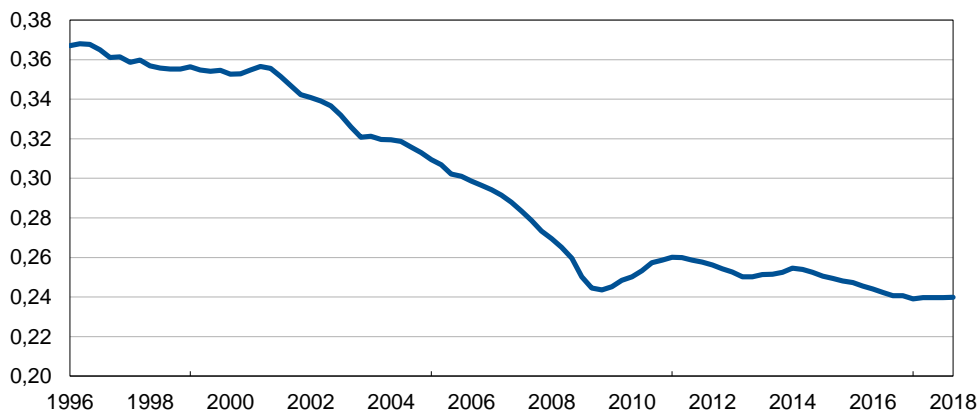


Quellen: EZB; Eurostat

Weder eine bedeutende Geldmengenausweitung noch eine anziehende Umlaufgeschwindigkeit sind kurzfristig plausibel. Für beide sind zunehmende Inflationserwartungen und eine deutlich anziehende reale Nachfrage oder Wirtschaftswachstum notwendig. **Doch hohe Schuldenquoten auf der einen Seite und hohe Vermögensbestände auf der anderen Seite verhindern einen bedeutenden Anstieg der Kreditnachfrage.** Alternativ muss das Vermögen seinen Weg von den Sparbüchern in den realwirtschaftlichen Kreislauf finden und somit die Umlaufgeschwindigkeit anheben. Doch auch hierfür ist ein hohes Investitions- bzw. Konsumentenvertrauen notwendig. Die anhaltende Unsicherheit über die Konjunktur lässt solch eine Entwicklung selbst mittelfristig wenig plausibel erscheinen. Auch sind viele südeuropäische Banken immer noch durch faule Krediten belastet, was die Sorge einer regionalen Kreditklemme nicht völlig abwegig erscheinen lässt. In diesem Fall mag die Umlaufgeschwindigkeit sogar steigen. Doch sie erhöht sich in Folge einer nicht ausreichenden Geldmengenausweitung und nicht in Folge eines stärkeren Vertrauens in die Wirtschaft. Ein stark steigender Inflationsdruck ist deshalb mittelfristig unwahrscheinlich.

Vor der Finanzkrise war das Geldmengenwachstum deutlich höher als das nominale BIP-Wachstum, was eine Senkung der Umlaufgeschwindigkeit zur Folge hatte; Geldbestände wurden aufgebaut. Seit der Finanzkrise ist die Geschwindigkeit eher stabil, auch weil das Geldmengenwachstum deutlich nachgelassen hat. Wie korrelieren Geldmengenwachstum und Umlaufgeschwindigkeit? Empirische Analysen zeigen, dass eine negative Beziehung auch nach der Finanzkrise statistisch signifikant ist und sich womöglich sogar verstärkt hat (Korrelation hat sich von -0,62 auf -0,77 seit 2010 erhöht). **Eine deutliche Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit würde demnach nur in Folge einer dämpfenden bzw. schwachen Geldmengenausweitung zu erwarten sein.** Anders ausgedrückt: Die Inflationsgefahr einer eskalierenden Geldmengenausweitung sollte nicht überbewertet werden, da sie die Umlaufgeschwindigkeit senken würde.

Abb. 3: Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (= nominales BIP / M3) in der Euro-Zone



Quellen: EZB; Eurostat; IKB-Berechnung

Die Nachfrage nach Krediten bzw. eine erhöhte Bereitschaft Geldbestände für die Wirtschaft zu nutzen, scheint nur begrenzt zu bestehen, auch wenn die Notenbank alles daran setzt, die Geldmenge für die Realwirtschaft auszuweiten. So ist die niedrige Inflation trotz niedriger Arbeitslosenquote vielleicht doch nicht so ein großes Rätsel. Auf der einen Seite ist es der intensive globale Wettbewerb, der einer anziehenden Inflation durch Importkonkurrenz und Preisdruck auf Güter- und Arbeitsmärkte entgegensteht. Auf der anderen Seite ist es die bereits hohe Verschuldung und bei Vermögenden das fehlende Vertrauen, in die Realwirtschaft zu investieren, was das Geldmengenwachstum für die Realwirtschaft dämpft. Diese Entwicklung wird durch fiskalische Konsolidierung noch zusätzlich gefördert.

Überschüssige Liquidität bei der EZB verursacht keine Inflationsgefahr

Die EZB hat durch ihr Aufkaufprogramm hohe überschüssige Reserven in der Euro-Zone geschaffen. Diese bergen das Potenzial einer beschleunigenden Geldmengenausweitung und werden deshalb oft als Inflationsgefahr gesehen. Doch eigentlich sind diese Bestände von relativ geringer Bedeutung. Zwar haben Banken bei Liquiditätsüberschuss die Möglichkeit, über den Geldmengenmultiplikator die Geldmenge deutlich auszuweiten; doch **es ist die Nachfrage, die die Kreditvergabe und damit die Geldmenge bestimmt. Ob eine Bank überschüssige Reserven hat oder nicht, ist nicht entscheidend.** Denn die Notenbank setzt den Zinssatz (Preis des Geldes) und nicht die Geldmenge fest. So liefert sie die Liquidität, die bei einem gewissen Zinssatz benötigt wird oder die nötig ist, um den Leitzins innerhalb einer gewünschten Bandbreite zu halten. Ist keine Nachfrage vorhanden, werden die überschüssigen Reserven zu keiner stärkeren Geldmengenausweitung in der Realwirtschaft führen.

Fazit: Nicht stabile volkswirtschaftliche Zusammenhänge wie die zwischen Arbeitslosenquote und Lohnkosten erschweren Inflationsprognosen. Zuletzt nahmen Befürchtungen zu, in Folge einer niedrigen Arbeitslosenquote könne sich überraschend starker Inflationsdruck aufbauen. Angesichts der Geldmengenentwicklung bleibt dies jedoch unwahrscheinlich. Denn es ist kein nachhaltiger Inflationsanstieg zu erwarten, solange das Geldmengenwachstum nicht anzieht und die Neigung nicht zunimmt, gesparte Geldbestände in der Realwirtschaft auszugeben. Hierfür fehlt aber aufgrund hoher Schuldenquoten und globaler Risiken die Bereitschaft. Auch würde eine deutlich stärkere Geldmengenausweitung eher mit einer geringeren Umlaufgeschwindigkeit des Geldes einhergehen als mit einer höheren, was das Inflationsrisiko wieder senken würde. Ein kurzfristiger und womöglich starker Inflationsanstieg in der Euro-Zone ist somit unwahrscheinlich.

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

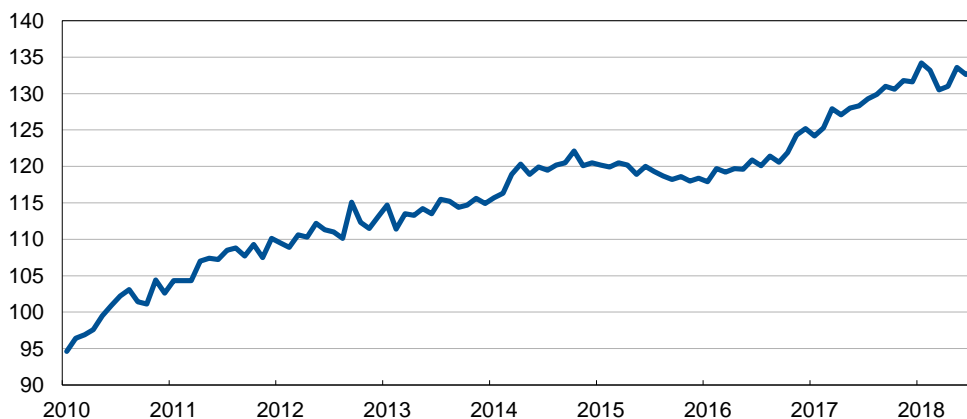
Deutsche Industrie: Trotz Risiken stabiler Ausblick

Produktionskapazitäten im Verarbeitenden Gewerbe werden nur langsam angepasst, ...

Die Daten für die deutschen Industriebranchen bleiben eher gemischt. Zwar hat sich das ifo Geschäftsklima im August wieder klar aufgehellt, doch die Industrieproduktion und die Auftragseingänge zeigen weiterhin einen eher schwachen Konjunkturverlauf bzw. signalisieren keine Belebung. Die Erwartung, dass die Industrieproduktion in der zweiten Jahreshälfte anziehen sollte, hat sich bis dato noch nicht durchweg bestätigt. Für die Branchen des Verarbeitende Gewerbes ergibt sich eine relativ breite Spreizung beim Produktionswachstum in den ersten sieben Monaten dieses Jahres. Spitzenreiter ist die Chemieindustrie, die im Vergleich zum Vorjahr ein durchschnittliches Wachstum von über 5 % ausweisen kann. Die Elektroindustrie und der Maschinenbau hingegen liegen mit einem Plus von 2 % deutlich unter ihren Wachstumsraten von 2017. Ähnliches gilt für die anderen Branchen. Bis auf das Ernährungsgewerbe weisen alle Industriezweige im Juli 2018 ein niedrigeres Produktionsniveau auf als im Dezember 2017. Allerdings hatte die deutsche Industrie vor allem im letzten Quartal 2017 deutlich zulegen können. Im Vorjahresmonatsvergleich liegt das Produktionsniveau von Chemieindustrie, Metallerzeugnissen, Maschinenbau und Elektroindustrie im Juli 2018 zum Teil deutlich höher. Die Automobilbranche hat infolge der durch die neue EU-Zulassungsverordnung verursachten Engpässe bei Neuzulassungen ihre Produktion zurückgefahren und weist ein niedrigeres Produktionsniveau als vor 12 Monaten aus.

Die deutschen Industriebranchen sind derzeit dennoch gut ausgelastet und produzieren vielfach an ihrer Kapazitätsgrenze. Die aktuelle Auslastung der Produktionskapazitäten liegt bei allen deutschen Industriebranchen über die ihres langjährigen Durchschnitts. Auch ist aktuell keine Verringerung der Auslastung auszumachen. Ein Grund für die verhaltene Produktionsentwicklung ist somit auch der hohe Auslastungsgrad. Zudem scheuen sich die Unternehmen – trotz hoher Auslastung – vor Investitionen zum Ausbau ihrer Produktionskapazitäten und begrenzen damit ihr Produktionswachstum. So mag die Sorge über die US-Handelspolitik bereits erste negative Spuren zeigen.

Abb. 1: RWI/ISL Containerumschlag-Index; 2010 = 100



Quelle: RWI/ISL

... doch der Ausblick für den Export bleibt positiv

Die Rahmenbedingungen für eine Nachfragebelebung sind allerdings positiv. Nach einer Verschnaufpause in der ersten Jahreshälfte hat der Welthandel wieder angezogen, und Stimmungsindikatoren wichtiger Märkte wie USA, Euro-Zone und China haben sich stabilisiert bzw. weiter verbessert und signalisieren somit ein durchaus dynamisches Umfeld. Mögliche US-Handelsbarrieren und wirtschaftliche Turbulenzen in den Schwellenländern Türkei, Brasilien, Südafrika sowie Argentinien trüben das Bild. Doch die Bedeutung dieser Länder für das deutsche Exportwachstum sollte nicht überbewertet werden. Jedes Land für sich hat nur einen kleinen Anteil an den deutschen Exporten und auch die Summe der Exporte ist überschaubar. Der britische Absatzmarkt mit einem Ausfuhranteil von 6,6 % ist da schon bedeutender. Auch China wird immer wichtiger und hatte 2017 einen Anteil von 6,7 %.

Tabelle 1: Risikoeinschätzung für deutsche Exportmärkte

	Anteil an den deutschen Exporten in % (2017)	BIP-Prognose 2019; Wachstum in % zum Vorjahr	Beitragsgewichtung/Risikofaktor für 2019 1 = kein Risiko Nahe 0 = sehr hohes Risiko	Risikoadjustierter Wachstumsbeitrag für den deutschen Export in %-Punkten
Euro-Zone	36,9	1,8	0,8	0,53
Übrige EU (ohne UK)	15,1	2,3	0,8	0,28
China	6,7	6,5	0,8	0,35
UK	6,6	1,5	0,5	0,05
USA	8,7	2,5	0,8	0,17
Russland	2,0	1,6	0,5	0,02
Türkei	1,7	2,0	0,3	0,01
Japan	1,5	1,0	1,0	0,02
Südkorea	1,4	2,7	0,8	0,03
Mexiko	1,0	2,3	0,6	0,01
Verein. Arab. Emirate	0,9	3,1	1,0	0,03
Indien	0,8	7,4	1,0	0,06
Südafrika	0,7	1,9	0,5	0,01
Brasilien	0,7	2,5	0,5	0,01
Übrige Welt	15,3	5,0	0,8	0,61

Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Berechnung

Tabelle 1 zeigt die Wachstumserwartung für die deutschen Exportmärkte, deren Gewichtung am deutschen Gesamtexport sowie die IKB-Risikoeinschätzung zu diesen Märkten und den daraus folgenden risikoadjustierten Wachstumsbeitrag. Besonders kritisch ist die Entwicklung in der Türkei, wo die Wachstumsprognose mit 0,3 gewichtet wurde. Ohne explizite Berücksichtigung der Risiken läge das Wachstum der Exportmärkte in 2019 bei 2,7 %, wobei diese Prognose auf konservativen BIP-Wachstumsannahmen beruht. Unter Berücksichtigung der expliziten Konjunkturrisiken liegt die Prognose bei knapp über 2 %.

So sollte sich der Wachstumsausblick für die gesamte deutsche Wirtschaft trotz der globalen Unsicherheiten als stabil erweisen, da auch der private Konsum weiterhin eine wichtige Wachstumsstütze darstellt und eine Prognose für das deutsche Exportwachstum von rund 2 % als konservativ angesehen werden kann. Der Ausblick für den Dienstleistungssektor bleibt angesichts des soliden privaten Konsums ebenfalls positiv. Die IKB erwartet deshalb in 2018 und 2019 ein Wachstum der deutschen Wirtschaft von ca. 2 %.

Wie Tabelle 2 zeigt, sollte das Produktionswachstum in diesem Jahr in allen großen Branchen positiv verlaufen, auch wenn die Wachstumsraten von 2017 nur von der Chemieindustrie erreicht werden dürften. Allerdings gibt es auch Branchen, deren durchschnittliche Jahresproduktion abnimmt. Für 2019 ist das Bild verhalten positiv. Doch auch hier liegen die erwarteten Zahlen deutlich unter den Werten von 2017. Verantwortlich dafür ist das Risikoprofil der globalen Konjunkturlage und -entwicklung.

Tabelle 2: Deutsche Industriebranchen, Produktionswachstum in % zum Vorjahr

	2016	2017	2018P	2019P
Verarbeitendes Gewerbe	1,4	3,5	1,8	1,5
Nahrungsmittel	1,1	1,3	0,9	0,8
Textil- u. Bekleidung	0,9	1,6	-2,8	-1,5
Holz	-0,2	4,1	1,9	1,4
Papier	-1,1	1,6	0,8	0,6
Chemie, Pharma	1,0	2,9	5,6	4,6
Gummi und Kunststoff	2,0	3,9	0,4	-0,1
Glas und Keramik	2,8	2,3	-1,7	-0,5
Metallbearbeitung	-1,3	2,9	0,5	0,5
Metallerzeugnisse	3,0	5,2	2,0	2,0
DV u. elektr. Ausrüstungen	1,3	5,9	2,2	1,6
Maschinenbau	-0,1	4,4	1,9	1,7
Automotive	2,6	3,3	1,2	1,3
Möbel	0,0	-1,0	-0,4	-0,5

Quellen: Statistisches Bundesamt; P = IKB-Prognosen

Fazit: Nach hohen Wachstumsraten in 2017 zeigen die deutschen Industriebranchen in diesem Jahr eine eher durchwachsene Entwicklung. Und noch gibt es keine klaren Indizien dafür, dass die Wachstumsdynamik auf breiter Front zulegen wird. Verantwortlich dafür sind in erster Linie globale Konjunkturrisiken, die aus dem Brexit, der US-Zollpolitik sowie der Wirtschaftskrisen in einigen Schwellenländern resultieren. Dennoch ist auch im Jahr 2019 von einem positiven, wenn auch niedrigeren Exportwachstum auszugehen, was den Ausblick für die deutsche Industrie stützt. Bedeutende Branchen wie Maschinenbau, Elektro- und Chemieindustrie sowie Automobilsektor sollten deshalb auch 2019 ein stabiles Produktionswachstum zeigen.

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

Daten auf einen Blick (28. September 2018)

Gesamtwirtschaft					
	Mrd. €	Reale Veränderung in % zum Vorjahr (kalenderbereinigt)			
	2017	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	1,5
Staatsverbrauch	637,9	2,9	3,7	1,6	1,2
Ausrüstungsinvestitionen	214,6	3,0	2,1	4,9	4,5
Bauinvestitionen	323,0	-1,9	2,5	3,5	2,9
Exporte	1.541,5	4,7	2,4	5,3	3,1
Importe	1.294,3	5,2	3,8	5,6	3,6
Verbraucherpreise		0,2	0,5	1,7	1,8
Frühindikatoren					
Index* 2015 = 100	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Jul 18	Aug 18	Sep 18
ifo-Geschäftsklima	103,2	3,1	101,7	103,9	103,7
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Mai 18	Jun 18	Jul 18
Auftragseingänge**	107,0	5,6	109,9	105,6	104,6
Produktion und Handel**					
Index* 2015 = 100	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Mai 18	Jun 18	Jul 18
Verarbeitendes Gewerbe	104,7	3,5	108,2	107,4	105,4
Bauhauptgewerbe	109,4	6,1	119,9	115,9	116,9
Einzelhandel (ohne Kfz)	105,1	3,0	105,6	106,5	106,1
Außenhandel nominal***					
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Mai 18	Jun 18	Jul 18
Warenexporte Mrd. €	1.279,1	6,2	109,1	115,5	115,5
Warenimporte Mrd. €	1.034,3	8,3	89,5	93,7	93,7
Arbeitsmarkt**					
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Jul 18	Aug 18	Sep 18
Erw. erbstätige in Mio.	44,188	1,5	44,751	44,783	-
Arbeitslose in Mio.	2,531	-5,9	2,336	2,326	2,303
Arbeitslosenquote in %	5,7		5,2	5,2	5,1
Wechselkurse					
		27.09.18	in 3M	in 6M	Ende 2019
1 € = ... US-\$		1,17	1,17	1,20	1,25
1 € = ... CHF		1,13	1,14	1,18	1,22
Zinsen in %					
3-Monats-Euribor		-0,32	-0,30	-0,27	0,10
USD 3-Monats-Libor		2,31	2,60	2,90	3,50
10-jährige Bundesanleihen		0,49	0,50	0,60	0,70
10-jährige US-Staatsanleihen		3,04	3,10	3,20	3,30

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 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

September 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