

# Barometer

## Konjunktur- und Zinsperspektiven

### Volkswirtschaft und Research IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Klaus Bauknecht  
Chefvolkswirt  
+49 211 8221 4118  
[Klausdieter.Bauknecht@ikb.de](mailto:Klausdieter.Bauknecht@ikb.de)

Dr. Carolin Vogt  
+49 211 8221 4492  
[Carolin.Vogt@ikb.de](mailto:Carolin.Vogt@ikb.de)

Ralf Heidrich  
[Ralf.Heidrich@ikb.de](mailto:Ralf.Heidrich@ikb.de)

Eugenia Wiebe  
[Eugenia.Wiebe@ikb.de](mailto:Eugenia.Wiebe@ikb.de)

### **Deutsche Konjunktur: Robuster als erwartet, Industrie aber weiterhin mit Schwierigkeiten** **2**

Deutsche Wirtschaft mit unerwartet positivem Start • Industrie weiterhin ohne Schwung • Unternehmensstimmung bleibt gespalten • Wirtschaftswachstum 2019 von knapp unter 1 % ist wahrscheinlicher als eines von 0,5 %

### **Kapitalmärkte: Aktuelle Konjunkturrisiken drücken Bundrenditen, während die Fed dem Ausblick auf Zinserhöhungen eine Absage erteilt** **4**

DAX ist verunsichert wegen Konjunkturrisiken • Zinsmärkte erwarten schwache Euro-Konjunktur und damit anhaltend niedrige Zinsen • Aufkommende Skepsis über US-Konjunktur setzen US-Renditen unter Druck • Damit hat die perspektivische US-Dollar-Schwäche weiter Gültigkeit

### **Schuldenquoten in der Euro-Zone: keine Entspannung in Sicht** **6**

Staatliche Schuldenquote der Euro-Zone ist gesunken • EZB-Politik und Konjunktur sind Treiber der Schuldenquoten • Dennoch bedarf es noch Jahre des Wachstums und einer unterstützenden Geldpolitik, bis Länder eigenständig Schuldenquoten reduzieren können

### **Goldpreis: Treibt Trumps Handelspolitik den Goldpreis nach oben?** **8**

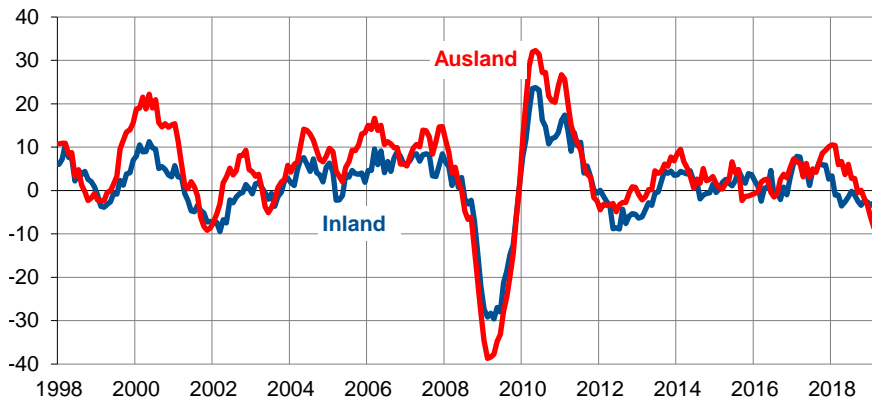
Die US-Konjunktur und US-Zinsen sind Treiber des Goldpreises • Bisher hat der Goldpreis nur relativ träge auf US-Konjunktursorgen und den Handelsstreit reagiert • Für eine Korrektur des Goldpreises nach oben bedarf es einer Eskalation der US-Konjunkturrisiken

### **Südafrika: Es fehlt weiterhin an Perspektive** **11**

Das Wahlergebnis hat den Märkten Auftrieb gegeben • Die Sorge vor einer extremen Politik wurde deutlich gedämpft • Dennoch schafft der Wahlausgang kein Vertrauen, dass die eigentlichen Probleme des Landes angegangen werden • Der Rand erhält damit weiterhin von der Zinspolitik und nicht von einer überzeugenden Wirtschaft Unterstützung

## Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat



**IKB-Prognose 2019**  
 Reale Veränderung in %,  
 saison- und kalenderbereinigt

**BIP-Wachstum**

Deutschland	0,9
Euro-Zone	1,2
UK	1,5
USA	2,6
Japan	0,7
China	6,3

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

### Deutsche Konjunktur: Robuster als erwartet, ...

Die deutsche Wirtschaft hat im ersten Quartal 2019 saison- und kalenderbereinigt um 0,4 % zugelegt. Dieses Wachstum spiegelt die dahinterliegende Dynamik allerdings nicht ausreichend wider, denn insbesondere der Lagerabbau hat einen negativen Wachstumsbeitrag von 0,6 Prozentpunkten geliefert. Hätte es keine Lagerveränderung gegeben, wäre die Wirtschaft um 1,2 % zum Vorquartal und damit auf Jahresbasis um fast 5 % gewachsen. Der private Konsum zeigte ein robustes Wachstum von 1,2 % im Vergleich zum Vorquartal und lieferte damit einen Wachstumsbeitrag von 0,6 Prozentpunkten. Die Ausrüstungsinvestitionen legten ebenfalls um 1,2 % zu, nachdem sie bereits im vierten Quartal 2018 ein Plus von 0,7 % verzeichneten und im dritten Quartal stagnierten. Die Bauinvestitionen nahmen witterungsbegünstigt kräftig um 1,9 % zu. Insgesamt deuten die Daten eher auf eine Wachstumsbeschleunigung als auf eine -verlangsamung hin. Dies spiegelt sich ebenfalls in den Exporten wider, die mit einem Plus von 1 % zum Vorquartal ein höheres Wachstum als in allen Quartalen von 2018 erreichen konnten. Damit hat auch der Außenbeitrag im Gegensatz zu den vier vorangegangenen Quartalen einen positiven Wachstumsbeitrag von 0,2 Prozentpunkten liefern können.

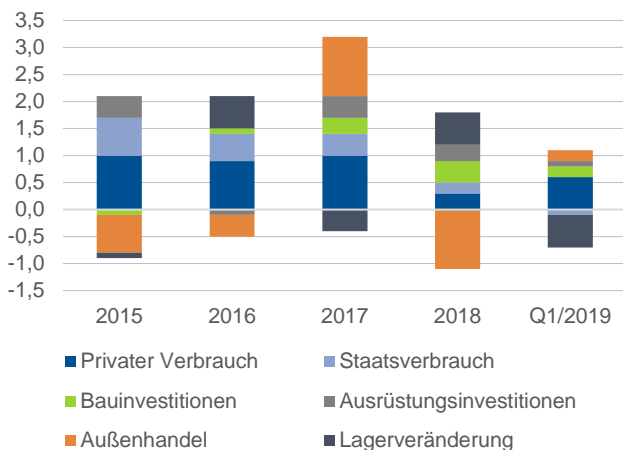
Die deutsche Wirtschaft konnte im ersten Quartal 2019 überzeugen. Sie zeigt ein Konjunkturbild, das der getrübbten Stimmung zum Teil doch sehr deutlich widerspricht. Die Zahlen bestätigen unsere Einschätzung, dass die eigentliche Konjunkturlage besser ist als die gefühlte. Sorgen über systematische Risiken wie den Brexit, unsichere globale Handelsbeziehungen oder die mögliche Instabilität des chinesischen Wachstums belasten die Stimmung.

### Deutsche Industrie bleibt das Sorgenkind

Dennoch Frühindikatoren wie Auftragseingänge deuten darauf hin, dass die Produktion des deutschen Verarbeitenden Gewerbes auch in den kommenden Monaten durchaus volatil bleiben könnte. Während für die deutsche Industrieproduktion selbst erste Anzeichen einer Stabilisierung auszumachen waren, signalisieren wichtige Indikatoren wie die Auftragseingänge ein noch anhaltend herausforderndes Umfeld. Dabei sind die Auftragseingänge ein statistisch bedeutender Frühindikator für die Produktion des gesamten deutschen Verarbeitenden Gewerbes. Die aktuellen Niveaus der Bestellungen deuten auf einen weiteren Rückgang der Produktion hin, zumindest kurzfristig. Empirische Ergebnisse und aktuelle Auftragseingänge erlauben eine belastbare Einschätzung für den Maschinenbau: Die Produktion sollte in den kommenden Monaten deutlich abnehmen. Auch in der Metallherzeugung ist auf Grundlage der Ordertätigkeit ein Rückgang wahrscheinlich. Für die Chemie- und Elektroindustrie sowie für die Metallherzeugnisse kann eine Produktionsabnahme nicht völlig ausgeschlossen werden; der kurzfristige Ausblick ist allerdings deutlich positiver als für den Maschinenbau. Die Perspektiven für die Automobilindustrie sind aus Sicht der Auftragseingänge neutral.

... Industrie aber weiterhin mit Schwierigkeiten

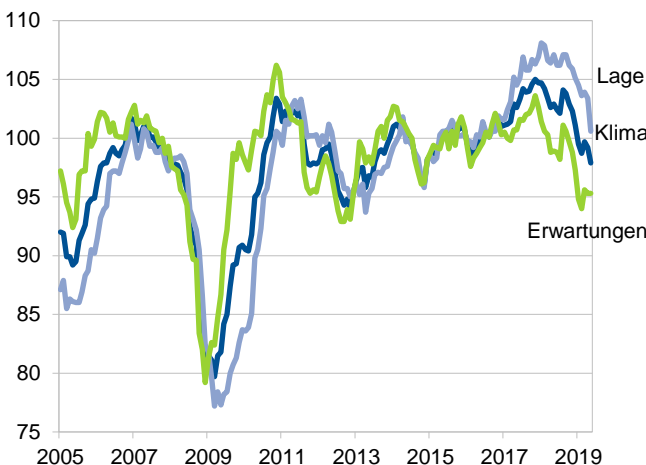
BIP-Wachstumsbeiträge in %-Punkten



Quelle: Statistisches Bundesamt



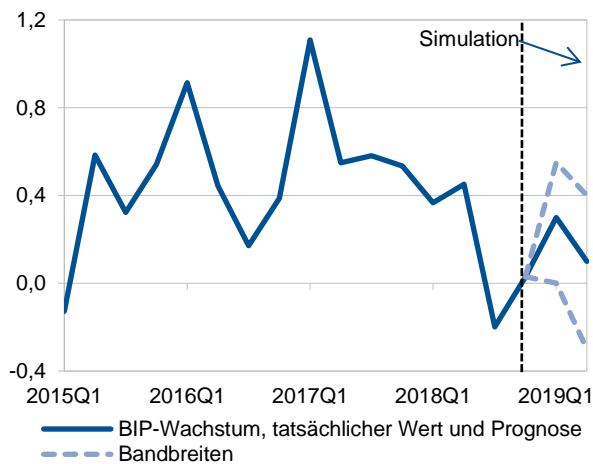
ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



Quelle: ifo



Reales BIP-Wachstum in % zum Vorquartal



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Simulation



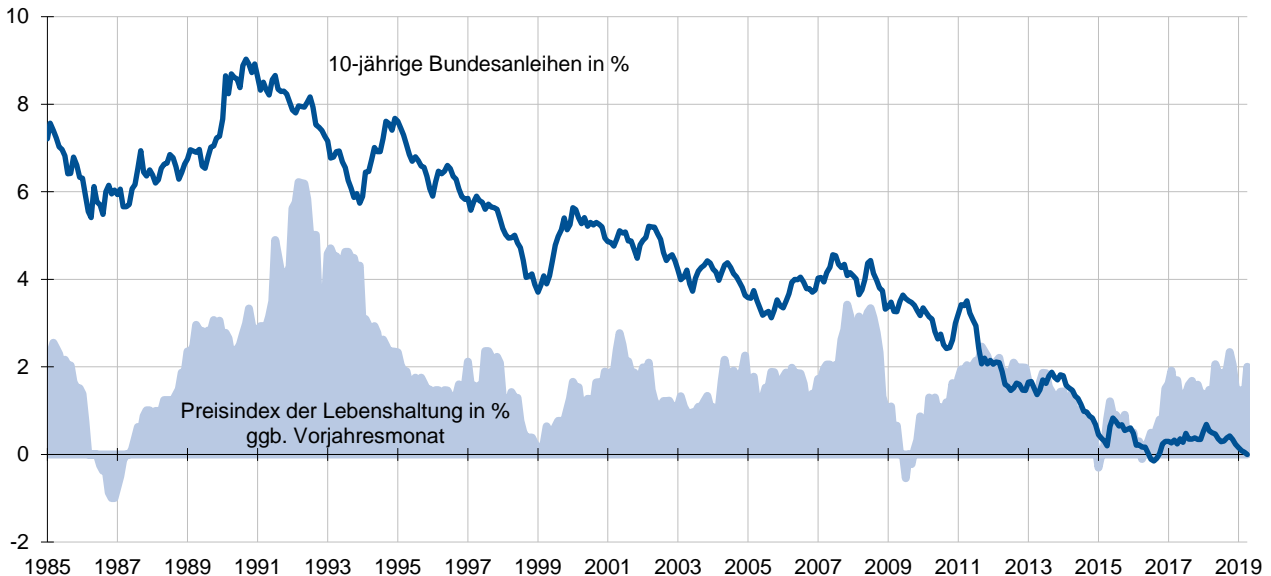
ifo Geschäftsklima – weiterhin kein Durchbruch

In diesem Umfeld hat sich das ifo Geschäftsklima für die Gesamtwirtschaft im Mai 2019 unerwartet stark eingetrübt. Der deutschen Wirtschaft fällt es weiterhin schwer, sich weniger auf systematische Risiken statt auf die eigentliche Lage zu fokussieren. Dies mag angesichts möglicher negativer Implikation auch durchaus berechtigt sein. Es kann aber auch bedeuten, dass der ifo Index die konjunkturelle Dynamik im aktuellen Umfeld nicht korrekt wiedergibt – vor allem wenn sich die Risiken nur bedingt realisieren. Dennoch deuten aktuell weder die Entwicklungen um den Brexit noch die US-Handelspolitik auf eine kurzfristige bzw. belastbare Entspannung hin. Zwar sollten die Auswirkungen höherer US-Zölle für den deutschen Export nicht überschätzt werden, jedoch könnte eine Zerrüttung der Beziehungen zwischen Großbritannien und der EU weitreichende Implikationen für die deutsche Wachstumsdynamik haben. Damit bleibt der Konjunkturausblick mit erhöhten Risiken behaftet. Und trotzdem: Die BIP-Zahlen des ersten Quartals unterstützen die Einschätzung, dass sich die deutsche Wirtschaft als durchaus robust erweist. Auch deuten Konjunkturdaten für wichtige Absatzmärkte wie die Euro-Zone (Anstieg des PMI auf 51,6) auf eine gewisse Erholung hin. Die Abbildung unten zeigt die auf dem ifo Geschäftsklima-indexbasierte Prognosespanne für das deutsche BIP-Quartalswachstum.

Das BIP-Wachstum im ersten Quartal hat das Prognoserisiko für das Jahr 2019 reduziert. Ein gesamtwirtschaftliches Wachstum von 1 % ist nun wahrscheinlicher als eines von 0,5 %. Der Ausblick für das deutsche Verarbeitende Gewerbe bleibt allerdings eher negativ, auch wenn der Einfluss der US-Handelspolitik auf das globale und damit deutsche Industriewachstum nicht überbewertet werden sollte. Die Auftrags-eingänge signalisieren kurzfristig einen weiteren Produktionsrückgang. Dieser sollte vor allem den Maschinenbau betreffen. Die IKB erwartet für 2019 ein BIP-Wachstum von 0,9 %, die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes sollte um rund 1 % zurückgehen.

Dr. Carolin Vogt, [Carolin.Vogt@ikb.de](mailto:Carolin.Vogt@ikb.de)

**Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %**



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



**Kapitalmärkte: Aktuelle Konjunkturrisiken drücken Bundrenditen, ...**

**DAX-Entwicklung**



Quelle: Bloomberg

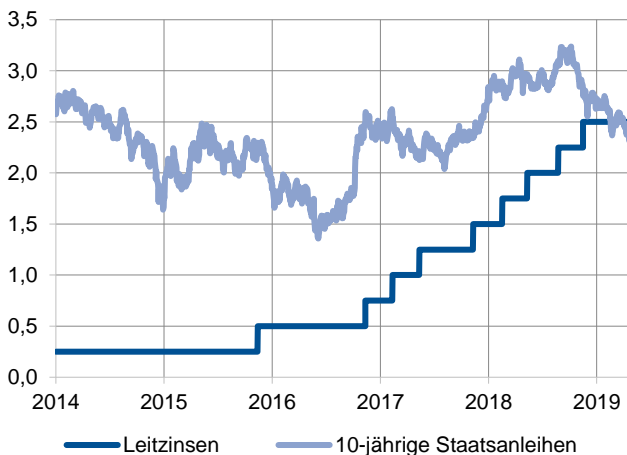


Das deutsche und internationale makroökonomische Umfeld kann immer noch nicht nachhaltig überzeugen. Zum einen liegt dies sicherlich an der anhaltenden Unsicherheit über die US-Handelspolitik, die mit jedem Twitter-Kommentar für Nervosität auf den Finanzmärkten sorgt. Zum anderen ist es auch darin begründet, dass sich die realwirtschaftlichen Daten nur langsam bzw. vereinzelt stabilisieren. Zwar sind die Stimmungsindikatoren aus den USA, China und der Euro-Zone dahingehend überzeugend, dass keiner einen wirtschaftlichen Einbruch andeutet. Daten wie die Industrieproduktion geben allerdings noch keine Entwarnung. In den USA sollte dies zu keiner großen Sorge über den weiteren Konjunkturverlauf führen.

Für die deutsche Wirtschaft ist die anhaltende Unsicherheit über die Entwicklung der deutschen Industrieproduktion hingegen durchaus von Bedeutung. Hier deuten Auftragseingänge weiterhin auf ein erhöhtes Abwärtsrisiko und damit auf noch keine kurzfristige Entspannung hin (siehe Beitrag S. 1). So schwankt der DAX fast täglich zwischen verschiedenen Stimmungslagen wie Aufatmen und regelrechter Panik. Und auch wenn sich die Stimmung in Folge einer sich stabilisierenden Konjunktur festigen sollte, bleiben zusätzliche Unsicherheiten nicht nur über die globale Konjunktur, sondern auch über lokale regulatorische Rahmenbedingungen – sei es bezüglich der Energie-, Umwelt- oder Arbeitsmarktpolitik. Mit hohen Lohnabschlüssen und einem niedrigeren Wachstum bzw. geringen Produktivitätssteigerungen birgt auch 2019 Herausforderungen für das Gewinnpotenzial von Unternehmen am Standort Deutschland. Auf den deutschen Renditemärkten scheint hingegen weniger Volatilität zu herrschen – und dies obwohl 10-jährige Bundrenditen weiterhin negativ sind. Die Zinsmärkte verharren in der grundsätzlichen Einschätzung, dass hohe Konjunkturrisiken in der Euro-Zone die europäische Geldpolitik in ihrem Handlungsspielraum deutlich und nachhaltig einschränken wird. Dies wird durch die Schuldendynamik vieler Euro-Länder noch bekräftigt (siehe Beitrag S. 5). Dennoch ist angesichts des fundamentalen Konjunkturbilds in der Euro-Zone eine perspektivische Abkehr von negativen Renditen zu erwarten – zumindest im 10-Jahresbereich der deutschen Zinskurve.

... während die Fed dem Ausblick aus Zinserhöhungen eine Absage erteilt

US-Renditen und Fed-Funds-Rate; in %



Quelle: Bloomberg



US-Renditen sind trotz anhaltend guter US-Konjunkturdaten weiter unter Druck und handeln im 10-Jahresbereich nun unter 2,4 %. Der Zinsmarkt signalisiert (wieder einmal) große Skepsis über die US-Konjunktur und Fähigkeit der US-Notenbank (Fed), die Zinsen perspektivisch und nachhaltig anzuheben. Gleichzeitig bestätigt der anhaltende Druck auf US-Renditen die Einschätzung und Sorge der Fed, dass das Risiko von sinkenden Inflationserwartungen nicht unterschätzt werden sollte. Allerdings ist die US-Inflationsrate von 1,5 % im Januar auf inzwischen 2,0 % im April angestiegen und sollte im Schnitt auch bei rund 2,0 % im Jahr 2019 liegen.

Inflation: USA und Euro-Zone; in %



Quelle: Bloomberg



Die Fed bestätigt in ihrem jüngsten Protokoll die Einschätzung, dass die US-Wirtschaft im aktuellen wie kommenden Jahr über ihrem Potenzial wachsen sollte. Dies deutet eigentlich eher auf steigende als sinkende Zinsen hin – vor allem für 2019. Zweifel an weiteren Zinsanhebungen ergeben sich allerdings infolge der generellen Unsicherheit, mit der die Fed über die US-Konjunktur spricht. Sie wird nicht müde darauf zu verweisen, dass ihre Politik vor allem von der aktuellen Datenlage bestimmt ist. Hierdurch macht die Fed relativ deutlich, dass sie zwar Einschätzungen und Prognosen abgibt, wegen Unsicherheiten und Risiken die Geldpolitik aber lieber an realen Zahlen ausrichtet – auch wenn diese eher zurück- als vorausschauend sein mögen.

Euro-US-Dollar Wechselkurs; 1 Euro = ... US-Dollar



Quelle: Bloomberg



Doch trotz der nun schon seit Jahren guten Datenlage auf dem US-Arbeitsmarkt und einem BIP-Wachstum von 0,8 % im ersten Quartal 2019 spiegelt die Fed ein zögerliches Verhalten und betont in ihrer Kommunikation vor allem Konjunkturrisiken – eine Haltung, die sehr deutlich eher sinkende als steigende Zinsen signalisiert. Da diese Haltung der Fed jedoch schon länger besteht, bleibt der jüngste Rückgang der US-Renditen dennoch überraschend und mag durchaus eine gewisse Übertreibung andeuten.

Allerdings bleibt es fraglich, ob die US-Konjunktur- und Inflationsdynamik im weiteren Verlauf von 2019 soweit positiv überraschen können, dass sich Erwartungen einer Fed-Zinssenkung weiter in die Zukunft verschieben und die Möglichkeit einer Zinsanhebung im aktuellen Jahr nicht völlig ignoriert werden kann. So hat auch die Einschätzung einer perspektivischen US-Dollar-Schwäche weiterhin Gültigkeit.

Dr. Klaus Bauknecht, [Klausdieter.Bauknecht@ikb.de](mailto:Klausdieter.Bauknecht@ikb.de)

## Schuldenquoten in der Euro-Zone: keine Entspannung in Sicht

### Ausgewählte Zahlen zur Einleitung

Die europäische Statistikbehörde (Eurostat) hat im April die finalen Staatsschuldenquoten der Euro-Mitgliedsländer für das Jahr 2018 veröffentlicht. Es gab keine großen Überraschungen: Die Staatsschuldenquoten zeigen in den letzten Jahren eher eine sich verbessernde als eine sich verschlechternde Tendenz. Das Niveau bleibt aber in vielen Staaten hoch. Die Euro-Zone insgesamt weist eine Schuldenquote von knapp über 85 % des BIP aus. Der Höchststand lag im Jahr 2014 bei 92 %. In den letzten fünf Jahren konnte somit eine Senkung von sieben Prozentpunkten erreicht werden. Im vergangenen Jahr haben sich nur die Schuldenquoten von drei Euro-Ländern verschlechtert: Zypern, Italien und Griechenland.

Nominales BIP-Wachstum, die effektive Zinslast des Staates sowie die Primärbilanz sind die entscheidenden Treiber der Schuldenquote. Sie bestimmen die Schuldentragfähigkeit, bzw. ob eine Senkung der Quote möglich ist. Zwischen 2014 und 2018 sind die Volkswirtschaften der Euro-Zone im Schnitt um 1,9 % gewachsen – insgesamt eine Zunahme um 8,5 % real. Gleichzeitig hat sich die effektive Zinslast dank der EZB-Zinspolitik und der Aufkaufprogramme deutlich reduziert. Demnach war von einer grundsätzlichen Senkung der Schuldenquoten auszugehen, auch wenn die Länder oftmals keine ambitionierten fiskalischen Sparmaßnahmen umgesetzt haben. Deshalb wäre aufgrund der konjunkturellen Rahmenbedingungen sogar mit einem deutlich größeren Rückgang zu rechnen gewesen. Denn nominal sind das Euro-BIP und damit der Nenner der Schuldenquote über diesen Zeitraum um fast 14 % angestiegen. Allein durch diese Erhöhung hätte die Schuldenquote der Euro-Zone um 12 Prozentpunkte von 92 % auf 80 % sinken müssen, allerdings nur, wenn die Staaten über Jahre kein Haushaltsdefizit und damit keine Neuverschuldung generiert hätten.

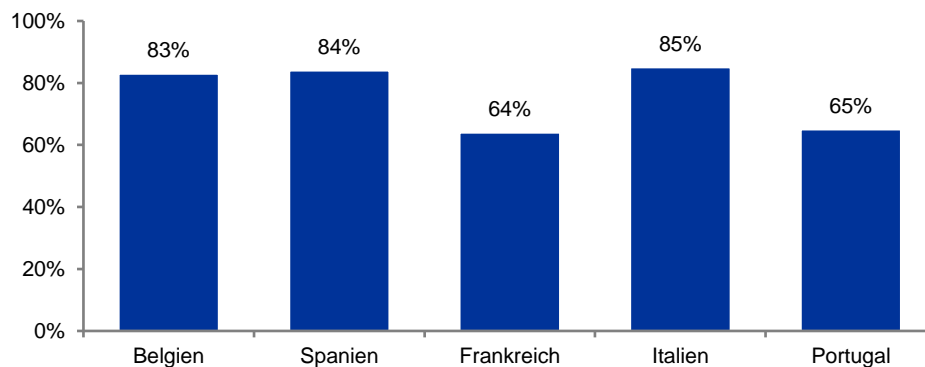
### Wer oder was treibt die Schuldenquoten: Brüssel, Frankfurt oder die allgemeine Konjunktur?

Grundsätzlich zeigen die Schuldenquoten der EU und der Euro-Länder einen hohen Gleichlauf. Dies sollte nicht überraschen: Schließlich haben alle EU-Länder fiskalpolitisch ein gemeinsames Fundament. Sie sind zudem durch eine gemeinsame Geldpolitik gekennzeichnet. Die Integration der Volkswirtschaften und die gegenseitige konjunkturelle Beeinflussung sind weitere Gründe, warum sich die Schuldendynamik der Staaten ähneln sollte. Doch wieviel des Gleichlaufs ist auf Konjunktur und Geldpolitik, und wieviel auf EU-Richtlinien zurückzuführen? Für die nach Griechenland höchst verschuldeten Euro-Länder (Belgien, Spanien, Frankreich, Italien und Portugal) ist die Antwort eindeutig: **Der gemeinsame Treiber ihrer Schuldenquoten kann vollständig durch die EZB-Zinspolitik und die Konjunktur der Euro-Zone bestimmt werden. Jeglicher relevante Rückgang der Schuldenquoten dieser Staaten ist damit primär auf externe Faktoren zurückzuführen.**

Wo steht Griechenland? Mit über 180 % Staatsschulden zum BIP hat Griechenland sicherlich den Punkt überschritten, an dem die Fiskalpolitik noch eine nennenswerte Reduzierung der Schuldenquote erreichen kann. In der Literatur wird in diesem Zusammenhang oft auf ein kritisches Niveau der Schuldenquoten vermutet, über welches hinaus der Staat keine Anstrengungen mehr unternimmt, Schuldenquoten zu reduzieren. Unsicherheit besteht über die konkrete Höhe dieses Niveaus, das sicherlich auch durch den Wohlstand eines Landes bestimmt wird. Es scheint jedoch unbestritten, dass das Niveau bei 180 % Staatsschulden überschritten ist. Dabei ist es nur die niedrige Zinslast, die den Zeitpunkt des unausweichlichen Schuldenschnitts hinauszögert.

Für hochverschuldete Euro-Länder wie Griechenland besteht die Gefahr, in den Sog einer nicht mehr eigenständig beeinflussbaren Schuldenquote zu rutschen. Zwar mag die EZB kurzfristig durch niedrige Zinsen gegenwirken. Doch das Risiko besteht, dass die Schuldenquoten bei einer weniger unterstützenden Konjunkturentwicklung ihren kritischen Wert in den kommenden Jahren überschreiten werden und die Gesellschaft und der Staat nicht mehr in der Lage bzw. bereit sind, eigene Anstrengung umzusetzen. Das Konjunkturmilieu der letzten Jahre hat diese Gefahr noch nicht gebannt, politische Entwicklungen in Italien bestätigen diese Erfahrung. Empirische Ergebnisse zeigen, dass einige der hochverschuldeten Euro-Staaten einen nur geringen Einfluss auf ihre Schuldenquote haben. **Denn die gemeinsamen Treiber dieser Quoten – Konjunktur und Geldpolitik – bestimmen bereits aktuell die Entwicklung der länderspezifischen Schuldenquoten.**

Abb. 1: Erklärungsbeitrag des größten gemeinsamen Treibers (Konjunktur und Geldpolitik) für die Staatsschuldenquote



Quelle: IKB

Für hochverschuldete Länder sind der Gleichlauf ihrer Schuldenquoten sowie die Konjunkturabhängigkeit nicht überraschend. **Hohe Schuldenquoten können nur durch Wirtschaftswachstum nachhaltig gesenkt werden, weil die betroffenen Länder sich nicht „gesund“ sparen können.** Zum Vergleich: Weniger hohe Schuldenquoten (insbesondere bei Ländern wie Deutschland, Niederlande, Finnland und Slowenien) werden deutlich weniger von Konjunktur und EZB-Politik beeinflusst. Hier sind andere Faktoren wie die Fiskalpolitik entscheidend für den Gleichlauf. **Diese Gruppe von Staaten kann daher deutlich selbstbestimmter agieren als die besonders hoch verschuldeten Länder.**

#### Wieviel Wachstum braucht die Euro-Zone?

Wieviel Wachstum braucht die Euro-Zone, damit die Schuldendynamik kritischer Länder gesichert ist bzw. sich perspektivisch verbessert? Ohne Reformen zur Steigerung des Potenzialwachstums braucht es sicherlich eine deutliche und anhaltende konjunkturelle Erholung der Euro-Zone, damit auch Länder wie Italien ein höheres und stabiles Wachstum erreichen können. Anders sieht die Situation in Spanien aus, das eine hohe Wirtschaftsdynamik aufweist. Allerdings ist auch diese eng mit der Erholung in der gesamten Euro-Zone verbunden. **Schätzungen deuten darauf hin, dass die Schuldenquoten aller hochverschuldeten Länder eine relativ hohe Sensitivität zum BIP-Wachstum der gesamten Euro-Zone zeigen. Eine bereits moderate allgemeine Wachstumsverlangsamung in der Euro-Zone würde sich also negativ auf ihre Schuldenquote auswirken.**

Im Folgenden wird ein nominales jährliches BIP-Wachstum für die Euro-Zone von 3 % angenommen, was dem durchschnittlichen Wachstum der Periode 1996 - 2018 bzw. 2014 - 2018 gleichkommt. Auch bleibt die Geldpolitik im gewählten Simulationszeitraum 2019 - 2025 so expansiv wie aktuell. Mit diesen Annahmen ergibt sich dennoch für manche Länder eine nur graduelle Rückführung der Schuldenquote. Im Jahr 2025 wäre die Entwicklung einiger Staaten, insbesondere Italien, aber auch Frankreich, immer noch als kritisch anzusehen.

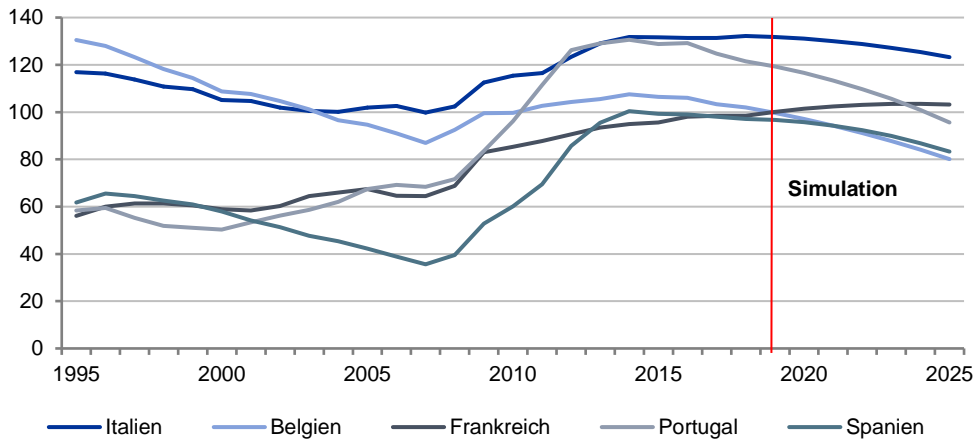
Auch wenn die IKB-Schätzungen auf historischen Werten basieren, **zeigen sie: Es muss sich strukturell etwas verändern, damit Länder wie Italien und Frankreich ihre kritischen Schuldenquoten nachhaltig abbauen können und ihre Abhängigkeit von Konjunktur und Geldpolitik reduzieren.** Die hohe Wachstumsdynamik von Spanien und Portugal, die nicht zuletzt auf Reformen zurückzuführen ist, sichert diesen Ländern einen deutlich stärkeren jährlichen Schuldenrückgang in diesem Szenario. Allerdings rutscht die Schuldenquote Portugals trotz der positiven Makroannahmen erst 2025 unter die 100 % Marke.

Die Annahme eines nominalen Wachstums von anhaltend 3 % ist selbst bei einer unveränderten Geldpolitik nicht ausreichend, um die Schuldenquoten dahingehend zu senken, dass Länder wie Italien, Frankreich und Portugal ihre Schuldenquoten eigenverantwortlich reduzieren können. **Damit ergibt sich bei anhaltend stabilem Wachstum wenig Raum für die EZB, die Zinsen selbst mittelfristig anzuheben.** Inflationsrate und damit das nominale BIP-Wachstum müssten zuerst deutlich steigen, damit der nötige Spielraum entstehen würde. Aktuell gibt es jedoch keine Indikation dafür, dass dies selbst mittelfristig erwartet werden kann. Draghi mag sich ständig wiederholen, wenn er die Notwendigkeit von Reformen zur Steigerung des Wachstums betont. Doch genau dies bleibt die entscheidende Hürde hin zu einer stabilen und selbstbestimmten

Schuldenentwicklung. Denn wird die hohe Abhängigkeit mancher Länder zur Konjunktur der Euro-Zone und zur Geldpolitik nicht durch Reformen reduziert, bleibt das strukturelle Risiko für die Euro-Zone hoch und gibt der EZB wenig Handlungsspielraum.

Würde das nominale Wachstum der Euro-Zone für zwei Jahre auf 2 % fallen (während der Euro-Krise lag es für zwei Jahre unter 1 %), würde die Schuldenquote der Länder deutlich zulegen. Italiens Quote würde um rund 7 Prozentpunkte zulegen und die von Portugal und Spanien um über 10 Prozentpunkte steigen. Vor allem Italien würde mit einer Schuldenquote von dann fast 140 % des BIP jegliche eigene Einflussmöglichkeit auf seine Schuldenquote verlieren. Anders ausgedrückt: **Die Euro-Zone kann sich weiterhin trotz einer allgemein sinkenden Schuldenquote keine Rezession leisten.**

Abb. 2: Staatsschuldenquote in % des BIP



Quelle: EIU; IKB-Simulation

**Fazit:** Die Schuldenquote in der Euro-Zone ist in den Jahren 2014 bis 2018 von 92 % auf 85 % gesunken. Dennoch weisen Euro-Länder wie Italien, Belgien, Spanien, Frankreich und Portugal weiterhin hohe Schuldenquoten aus. Europa braucht anhaltendes Wachstum, um zu verhindern, dass diese Länder zunächst die Handlungsfähigkeit und dann die Bereitschaft verlieren, ihre Schuldenquote zu stabilisieren – wie es in Griechenland bereits der Fall ist.

Aktuell gilt für hochverschuldete Euro-Länder: Konjunktur und Geldpolitik bestimmen die Entwicklung der Schuldenquoten. Simulationen zeigen, dass es noch Jahre mit guter Konjunktur und unterstützender Geldpolitik braucht, damit die betroffenen Länder eigenständig ihre Schuldenquote reduzieren können. Die EZB ist deshalb gut beraten, jegliches Risiko einer konjunkturellen Abkühlung in Folge einer geldpolitischen Wende zu verhindern. Ob dies langfristig stabile Schuldenquoten garantiert, steht auf einem anderen Blatt.

Dr. Klaus Bauknecht, [Klausdieter.Bauknecht@ikb.de](mailto:Klausdieter.Bauknecht@ikb.de)



## Goldpreis: Treibt Trumps Handelspolitik den Goldpreis nach oben?

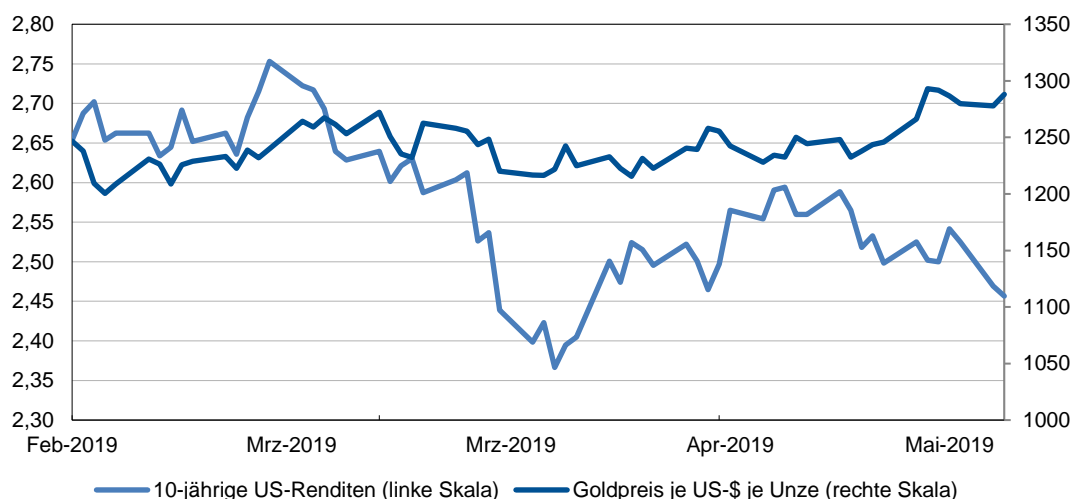
### Erhöhtes Risikobewusstsein erkennbar

Trumps Äußerungen über Strafzölle hat die Börsen aufgerüttelt und wieder einmal zu einem erhöhten Risikobewusstsein geführt; Aktienmärkte kamen weltweit unter Druck. Auch die 10-jährigen US-Renditen spiegeln am aktuellen Rand eine verstärkte Risikoaversion. Sie sind seit Mitte April um weitere 10 Basispunkte auf aktuell 2,45 % gefallen. Die anhaltende Konjunkturunsicherheit ist eine wichtige Stütze des US-\$-Goldpreises. Die IKB hatte im Januar hierzu ein Modell vorgestellt, das zeigt, mehr noch als Inflations- sind es Konjunktursorgen, die den Goldpreis treiben (siehe *IKB-Kapitalmarkt-News 18. Januar 2019*). Eine abschwächende US-Konjunktur würde die US-Renditen unter Druck setzen und dem Goldpreis Auftrieb verleihen. Nicht überraschend hat der Goldpreis deshalb vor allem in den letzten Wochen etwas zugelegt.

Die US-Renditen sind allerdings nicht erst in Folge der jüngsten Trump-Äußerungen rückläufig, sondern bereits seit Jahresanfang (10-jährige US-Renditen lagen Mitte Januar bei knapp unter 2,8 %) und signalisieren damit eine erhöhte Risikoaversion bzw. zunehmende Konjunktursorgen. Im Januar war die IKB Einschätzung, dass ein eskalierender Anstieg des Goldpreises im aktuellen Umfeld eher nicht zu erwarten ist (siehe *IKB-Kapitalmarkt-News 18. Januar 2019*). Auch wurde betont, dass der Goldpreis nur bei einer sich deutlich eintrübenden US-Konjunktur kräftig ansteigen dürfte.

Welches Korrekturpotenzial hat der US-\$-Goldpreis im aktuellen Umfeld? Anders ausgedrückt: Haben sich die US-Konjunkturaussichten infolge der aktuellen US-Handelspolitik soweit eingetrübt, dass in der Tat und trotz des bereits vollzogenen leichten Preisanstiegs weiteres Aufwertungspotenzial besteht?

Abb. 1: Goldpreis in US-\$ je Feinunze und Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen in %



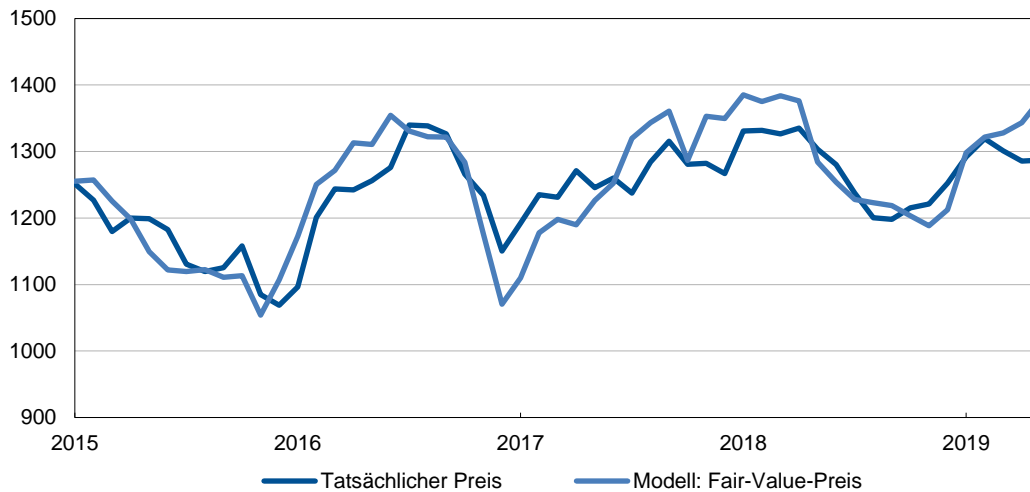
### Aktuelle Fair-Value-Einschätzung für den Goldpreis: Trump ist gut für einen Anstieg um 35 US-\$ je Unze

Basierend auf den aktuellen Treibern liegt der gegenwärtige Fair-Value-Goldpreis bei ca. 1.380 US-\$ je Unze, was um fast 100 US-\$ über dem aktuellen Wert von 1.287 US-\$ liegt. Dieser Unterschied hat zwei Ursachen: Bereits in den letzten Monaten hat sich der Fundamentalwert des Goldpreises vor allem infolge sinkender US-Renditen nach oben bewegt. So lag der Fair-Value-Preis für April bei 1.340 US-\$, verglichen mit einem tatsächlichen Preis von 1.285 US-\$. **Der verbleibende Anstieg des Fair-Value-Niveaus von 35 US-\$ je Unze ergibt sich aus der Furcht vor einem Handelskonflikt zwischen China und den USA.** Eine Schlichtung würde demnach den Fair-Value-Preis um diese Größe reduzieren. Anders ausgedrückt: Das Risiko, dass mit einer Lösung des Handelskonfliktes und einer damit verbundenen Korrektur der 10-jährigen US-Renditen infolge abnehmender Risikoaversion der tatsächliche Goldpreis unter Druck kommt, ist eher überschaubar. Denn zum einen hat er auf die jüngsten Entwicklungen nur begrenzt reagiert. Zum anderen waren die Renditen auch im Vorfeld der jüngsten Eskalationen bereits ausreichend niedrig, um den Goldpreis zu stützen.

Aktuelle Einschätzungen geben kein Signal für eine kurzfristige Korrektur des Goldpreises. Hierfür ist der oben erläuterte Unterschied von fast 100 US-\$ zwischen aktuellem und Fair-Value-Goldpreis statistisch noch nicht

bedeutend genug. Nur wenn die Sorgen vor einem Handelskonflikt weiter eskalieren und sich vermehrt in eintrübenden Konjunkturerwartungen und damit deutlich niedrigeren US-Renditen zeigen, wird eine Korrektur wahrscheinlich. **Anders ausgedrückt: Kommen zusätzliche Zweifel über die US-Konjunktur auf, mag das aktuelle Goldpreisniveau eher als zu niedrig angesehen werden.**

Abb. 2: Goldpreis in US-\$ je Feinunze

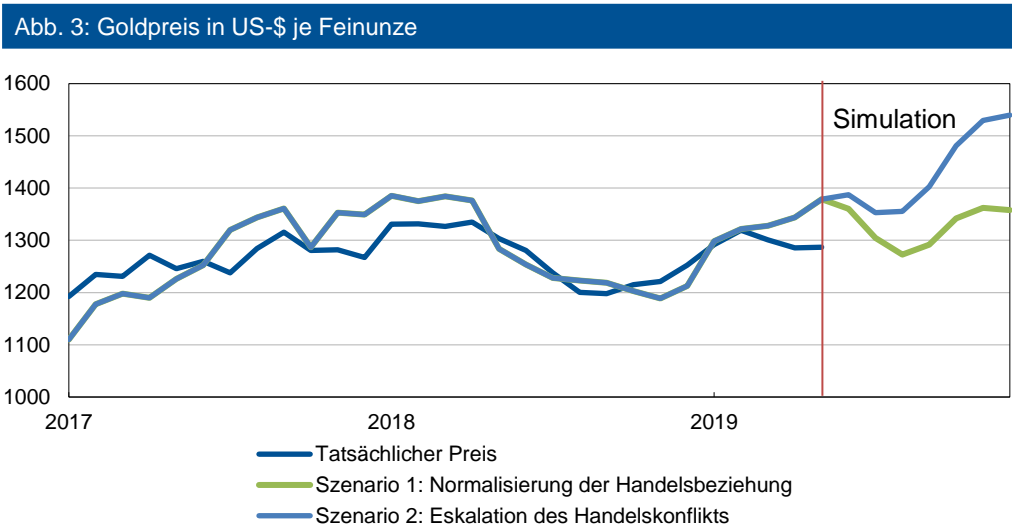


### Ausblick für Fundamentalwert und Einschätzung

Wurden zu Jahresanfang noch Zinsanhebungen der Fed erwartet, wird nun von einer Seitwärtsbewegung bzw. sogar von einer Zinssenkung im Jahr 2020 ausgegangen. Dies hat die Renditen seit Januar unter Druck gesetzt. Nehmen die Sorgen über die US-Konjunktur weiter zu, wird die Fair-Value-Bewertung für den Goldpreis weiter zulegen, und das Korrekturpotenzial des eigentlichen Werts wird sich weiter erhöhen. Legt sich allerdings das Konfliktpotenzial um die Handelsbeziehungen zwischen China und den USA, ist von einer Gegenbewegung auf den Zinsmärkten auszugehen, und die Differenz zwischen aktuellem Goldpreis und seinem Fair-Value-Wert schließt sich, weil Letzterer sinkt. Sorgen über die US-Konjunktur bzw. Erwartungen einer Zinswende der Fed könnten allerdings weiter bestehen. Die IKB hat zwei Szenarien entwickelt:

- Szenario 1: Normalisierung der Handelsbeziehungen: Die US-Renditen korrigieren kurzfristig, steigen im Verlauf von 2019 aber nicht bedeutend an. Ihr Jahresendwert liegt bei 2,6 %, da immer noch von einer eher vorsichtigen Fed auszugehen ist. Der US-\$ Devisenkurs ist relativ stabil, die US-Inflation liegt 2019 bei ca. 2 %.
- Szenario 2: Der Handelskonflikt wird nicht konstruktiv gelöst bzw. die US-Konjunkturrisiken steigen weiter: die US-Renditen sinken bis Ende 2019 auf 2 %, der US-\$ wertet um rund 6 % ab (gegenüber dem aktuellen EURUSD-Kurs wäre dies eine Bewegung von 1,11 auf 1,18 Ende 2019). Die US-Inflation bleibt 2019 wie im Szenario 1 auf einem Niveau von 2 %.

Abb. 3 zeigt, dass der tatsächliche aktuelle Verlauf des US-\$-Goldpreises eher mit Szenario 1 übereinstimmt. In diesem Falle wird der Fundamentalwert sinken und das Korrekturpotenzial des eigentlichen Goldpreises erodieren. Nur unter der Annahme eines anhaltenden und eskalierenden US-Konjunkturrisikos, das die US-Renditen sowie den US-\$-Kurs unter Druck setzt, ist 2019 mit einem nennenswerten Korrekturpotenzial des Goldpreises zu rechnen. In der IKB-Einschätzung von Januar 2019 (siehe [IKB-Kapitalmarkt-News 18. Januar 2019](#)) lautete das Fazit: „Enttäuscht die US-Konjunktur im Jahr 2019 und sieht sich die Fed nicht in der Lage, die Zinsen weiter anzuheben (bzw. muss sie sie senken), wird dies den Goldpreis weiter stützen, auch wenn die Inflationsrate eher nach unten überraschen sollte“. Diese Einschätzung hat weiter Bestand. **Beide Szenarien zeigen zudem, das Risiko eines deutlichen Rückgangs des Goldpreises im weiteren Verlauf von 2019 ist eher überschaubar und geringer einzuschätzen, als die Möglichkeit eines Korrekturpotenzials nach oben.**



**Fazit:** Jüngste Kommentare des US-Präsidenten über die Handelsbeziehungen zu China haben die Finanzmärkte aufgeschreckt, wie schon so oft. Auch der Goldpreis hat reagiert, wenn auch im Vergleich zu den US-Renditen eher träge. Für eine kurzfristige Korrektur des Goldpreises nach oben bedarf es jedoch einer weiteren Eskalation der US-Konjunkturrisiken und damit weiter deutlich sinkender US-Renditen. Ob dafür der Handelsstreit mit China sorgen wird, bleibt abzuwarten. Aktuell scheint der Goldpreis eher eine Normalisierung der Risiken zu signalisieren.

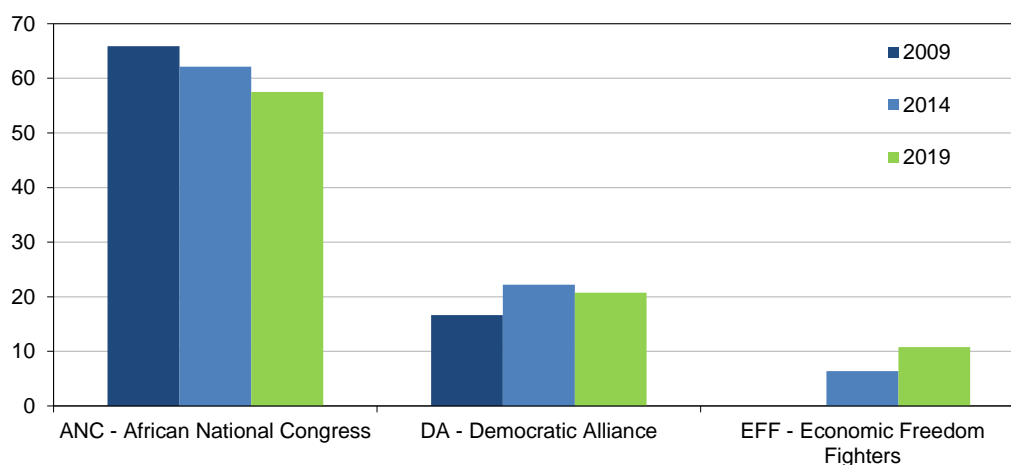
Dr. Klaus Bauknecht, [Klausdieter.Bauknecht@ikb.de](mailto:Klausdieter.Bauknecht@ikb.de)

## Südafrika: Es fehlt weiterhin an der Perspektive

Südafrika hat gewählt, und wie erwartet hat der African National Congress (ANC) das sechste Mal in Folge die absolute Mehrheit erreicht, auch wenn radikale Parteien wie die Economic Freedom Fighters (EFF) mehr Zulauf bekommen haben. Die Finanzmärkte begrüßen dieses Ergebnis, da es eine gewisse Stabilität signalisiert. Der ANC wird als das kleinere Übel angesehen, proklamiert der EFF doch eine radikale Umverteilungs- und Enteignungspolitik. Zwar kann sich auch der ANC radikalen Tendenzen nicht völlig entziehen, er gilt jedoch als Anker einer stabilen Wirtschaftspolitik mit einem eher pragmatischen Ansatz. Kann die ANC die Erwartungen an eine langfristig wohlstandsfördernde Politik erfüllen? Der ANC mag behutsamer vorgehen, doch die wirtschaftlichen Realitäten sowie die grundsätzliche Sichtweise des ANC lassen daran zweifeln.

Ob ANC oder EFF, beide Parteien stehen grundsätzlich für dieselbe Wirtschaftspolitik und Sichtweise für die Gründe der Probleme im Land. Für beide liegt die Ursache weiterhin in der vor 25 Jahren zumindest offiziell abgeschafften Apartheidspolitik. Und beide Parteien sehen die Lösung in der Verteilungspolitik: Der Grund für die aktuelle Armut bestehe nach wie vor darin, dass andere – insbesondere die Weißen – sich ungerechtfertigt bereichert haben. Und dies ist nicht nur die Sichtweise der radikalen EFF. Denn auch wenn der ANC-Präsident Ramaphosa sich für eine offene Haltung gegenüber allen Rassen und gegen eine rassenbasierte Politik ausspricht, wird diese dennoch umgesetzt. So war es eine ANC-Regierung, die unter Thabo Mbeki weitreichende Rassengesetze in Form von Black Economic Empowerment eingeführt hat, und es war jüngst ein Gesetz unter der Führung von Ramaphosa, das Landenteignung legalisiert hat. Der Druck aus der Gesellschaft und von radikalen Parteien wird damit nicht nachlassen, und eine rassenbasierte Politik wird weiter gestärkt werden. So hat sich Südafrika unter der Führung des ANC von der Vision Nelson Mandelas doch relativ weit entfernt: „Never, never and never again shall it be that this beautiful land will again experience the oppression of one by another“ (Nelson Mandela, 1994).

Abb. 1: Wahlergebnis der größten Parteien; in %



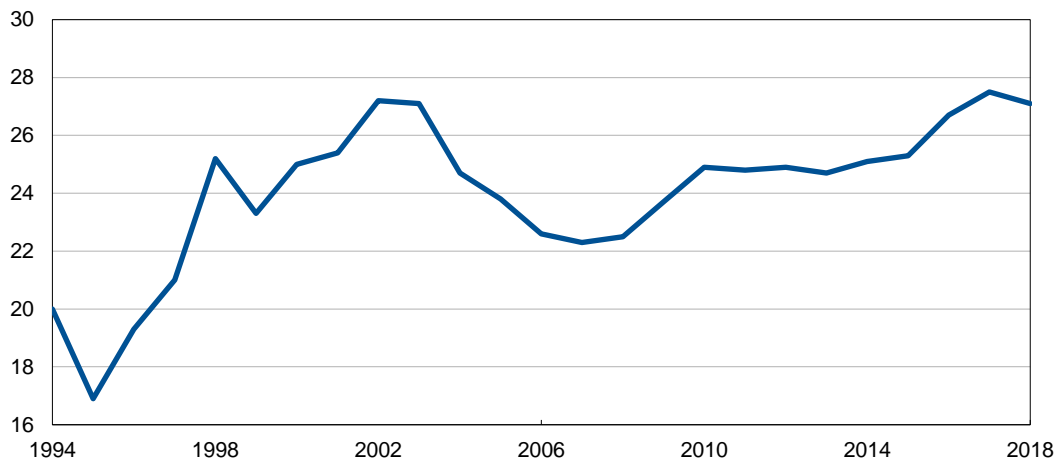
Quelle: The South African

Die Apartheidspolitik kann jedoch nicht weiterhin als Ursache für die wirtschaftlichen und politischen Probleme des Landes angesehen werden. 25 Jahre nach Ende der Apartheid kann Südafrika keine Fortschritte bei wichtigen Themen wie Wirtschaftswachstum oder Bildung vorweisen. Hohe Kriminalität, unzureichende Stromversorgung, ein ineffektives Bildungssystem sind nur Beispiele dafür, dass politisch einiges im Argen liegt. So bleibt die Quote von schwarzen Schülern mit Schulabschluss sehr niedrig (effektive Rate wird auf rund 44 % geschätzt). Die Rassenpolitik von Black Economic Empowerment hat zunehmend wirtschaftliche Konsequenzen: Menschliches Kapital in Form von Bildung und Motivation verlässt das Land, Ressourcen werden nicht effektiv allokiert, Vetternwirtschaft und Korruption bestimmen die Beziehungen des Staates zur Privatwirtschaft.

Die aktuelle Rassenpolitik behindert Verhaltensänderungen und die Eigenverantwortung der Bevölkerung. Die Verteilungsthematik zwischen Schwarz und Weiß belastet nicht nur die Stabilität der Gesellschaft aufgrund von unklaren Eigentumsrechten, sie schafft vor allem eine Erwartungshaltung bei der Bevölkerung, die nicht zu erfüllen ist. Denn das Land ist beim aktuellen Potenzialwachstum nicht in der Lage, den Lebensstandard für die breite Masse der Bevölkerung bedeutend zu verbessern. Die aktuelle Wirtschaftsleistung Südafrikas ist

einfach nicht groß genug, um durch Umverteilung einen besseren Lebensstandard für die Mehrheit der Bevölkerung sicherzustellen. Es ist die fehlende Effektivität in den sozialen Diensten und insbesondere in der Bildung, die Ungleichheit immer noch zu einer anhaltenden Realität macht.

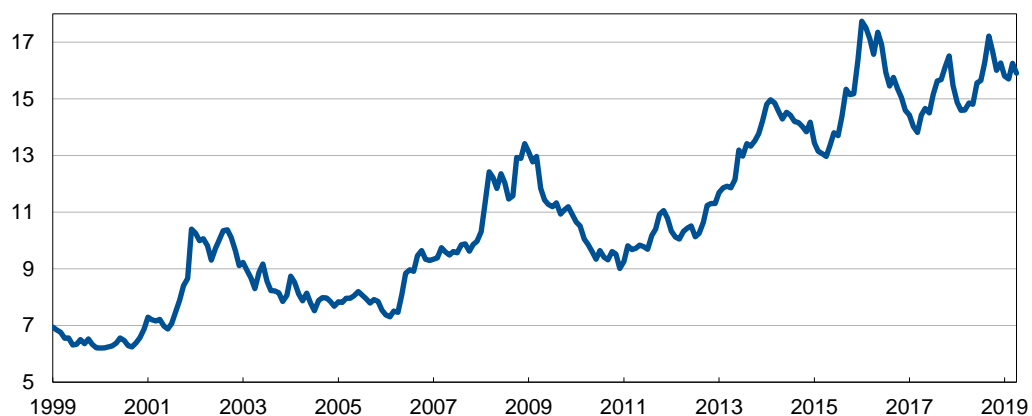
Abb. 2: Arbeitslosenquote; in %



Quelle: South African Reserve Bank

Schon seit Dekaden stellt die hohe Arbeitslosenquote für Südafrika ein Problem dar. Die Lösung wird darin gesehen, dass die Wirtschaft schneller wachsen muss. Übertriebene Lohnanstiege, Arbeitsunruhen, durch Rassenpolitik induzierter Fachkräftemangel und eine niedrige Produktivität treten eher in den Hintergrund. Seit über 30 Jahren wird die hohe Arbeitslosenquote thematisiert, ohne nennenswerten Erfolg. Südafrika hat trotz einer hohen Arbeitslosenquote eher ein Angebots- als ein Nachfrageproblem. Denn steigt die Nachfrage, verschlechtert sich die Leistungsbilanz deutlich. Zweifel über einen funktionierenden Rechtsstaat und die Rechtmäßigkeit von Eigentum erschweren Investitionen in Human- und Sachkapital und verhindern ein ansteigendes Potenzialwachstum bzw. eine strukturell niedrigere Inflationsrate. Die Verteilungspolitik ist kontraproduktiv und löst nicht das strukturelle Leistungsbilanzdefizit.

Abb. 3: Wechselkursentwicklung des südafrikanischen Rand; 1 EUR = ... Rand



Quelle: Bloomberg

Es ist davon auszugehen, dass mit einer fehlenden Beschleunigung des Potenzialwachstums der Druck auf die Verteilungspolitik hoch bleibt bzw. zunehmen wird. Dies zeigt sich an der steigenden Unterstützung für die EFF. Verteilungspolitik bringt wiederum Korruption, Fehlanreize und damit ein niedrigeres Potenzialwachstum mit sich. Südafrika befindet sich in einer negativen Spirale von stagnierendem Wachstum, steigendem Unmut der Bevölkerung und sich aufbauendem rassistischen Verteilungsdruck. Die Notenbank wird mit ihrer restriktiven Geldpolitik und damit geringeren gesamtwirtschaftlicher Nachfrage – eher als angebotsseitige Reformen – auch in Zukunft das Gleichgewicht in der Wirtschaft bei einem eher niedrigen Potenzialwachstum aufrechterhalten und Inflationsdruck gegensteuern zu müssen. Damit wird auch der südafrikanische Rand eher durch

die Notenbank und weniger durch eine überzeugende Wirtschaftsdynamik gestützt. Der perspektivische Ausblick für die südafrikanische Währung ist demnach weiterhin kritisch zu sehen – auch weil die Inflationsrate wichtiger Handelspartner niedriger ist.

**Fazit:** Die Bestätigung, dass der ANC die absolute Mehrheit nach den jüngsten Wahlen behält, hat den Finanzmärkten und dem südafrikanischen Rand Auftrieb gegeben. Die Sorge vor einer extremen Umverteilungspolitik durch alternative Parteien erweist sich kurzfristig als unbegründet. Zudem steigt die Hoffnung, dass die Regierungsverwaltung unter Ramaphosa an Effizienz gewinnen könnte. Die wirtschaftliche Entwicklung und der politische Druck lassen jedoch vermuten, dass sich auch der ANC einer Verteilungspolitik nicht entziehen kann – was die letzten Jahre bereits gezeigt haben. So schafft das Wahlergebnis kein wirkliches Vertrauen, dass in den kommenden fünf Jahren die eigentlichen Probleme des Landes – insbesondere das niedrige Potenzialwachstum – tatsächlich angegangen werden. Fundamentale Unterstützung wird der südafrikanische Rand somit weiterhin vor allem eher von der Zinspolitik der Notenbank als von einer überzeugenden Wirtschaftsleistung bekommen.

Dr. Klaus Bauknecht, [Klausdieter.Bauknecht@ikb.de](mailto:Klausdieter.Bauknecht@ikb.de)

## Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

**Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr**

	2017	2018	2019P	2020P
Deutschland	2,5%	1,5%	0,9%	1,5%
Euro-Zone	2,5%	1,8%	1,2%	1,4%
UK	1,8%	1,4%	1,5%	1,2%
USA	2,2%	2,9%	2,6%	2,1%
Japan	1,7%	0,7%	0,7%	0,6%
China	6,8%	6,6%	6,3%	6,0%

**Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr**

	2017	2018	2019P	2020P
Deutschland	1,5%	1,7%	1,5%	1,7%
Euro-Zone	1,5%	1,8%	1,4%	1,7%
UK	2,7%	2,5%	1,7%	2,2%
USA	2,1%	2,4%	2,0%	2,2%
Japan	0,5%	1,0%	1,1%	1,5%
China	1,6%	2,2%	2,3%	2,2%

**Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %**

	23-Mai	in 3M	in 6M	Ende 2019
3M-Euribor	-0,31	-0,31	-0,30	-0,30
3M-USD-Libor	2,52	2,60	2,60	2,60
10-Jahre Bund	-0,10	0,1	0,15	0,2
10-Jahre U.S. Treasury	2,37	2,5	2,6	2,45
EUR Swap 10-Jahre	0,42	0,55	0,60	0,60
USD Swap 10-Jahre	2,32	2,40	2,40	2,30

**Tabelle 4: Ausgewählte Währungen**

	23-Mai	in 3M	in 6M	Ende 2019
EUR/USD	1,11	1,13	1,14	1,15
EUR/GBP	0,88	0,86	0,86	0,87
EUR/JPY	123	127	127	127
EUR/CHF	1,12	1,13	1,13	1,14
EUR/HUF	327	321	321	319
EUR/CZK	25,8	25,9	25,9	26,0
EUR/TRY	6,86	6,80	6,60	6,60
EUR/PLN	4,30	4,30	4,30	4,32
EUR/RUB	71,8	72,5	70,6	72,2
EUR/MXN	21,2	21,3	21,2	21,4
EUR/ZAR	16,1	15,8	15,8	15,9
EUR/CNY	7,70	7,58	7,59	7,66
EUR/CAD	1,50	1,51	1,53	1,53
EUR/AUD	1,62	1,58	1,57	1,58

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) EZB; FRED und IKB-Prognosen (in 3M; 6M; Ende 2019)

**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

Mai 2019

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