

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

Daniel Schönekeas
Daniel.Schoenekaes@ikb.de

Eugenia Wiebe
Eugenia.Wiebe@ikb.de

Deutsche Konjunktur: Schwächere Wirtschaftsdynamik im ersten Quartal erfordert Revision der Prognosen 2

BIP-Wachstum im ersten Quartal enttäuscht • Geringere Staatsausgaben und sinkende Exporte waren verantwortlich • Vor allem externe Faktoren belasteten • BIP-Dynamik normalisiert sich • Höherer Ölpreis lässt nur vorübergehend Inflation anziehen

Kapitalmärkte: Steigende US-Zinsen – Bedeutung für Schwellenländer nicht überbewerten, Probleme sind oftmals lokal getrieben 4

US-Geldpolitik und US-Renditen – eine deutliche Korrektur sieht anders aus • Abwertungsdruck in den Schwellenländer beruht meist auf inländischen strukturellen Problemen • Kursverfall der Türkischen Lira – fast ausschließlich „Made in Turkey“ • Erst weitere drastische Abwertung ermöglicht gewisse Kursstabilität

Politik der Euro-Zone: Was kommt im nächsten Abschwung? 6

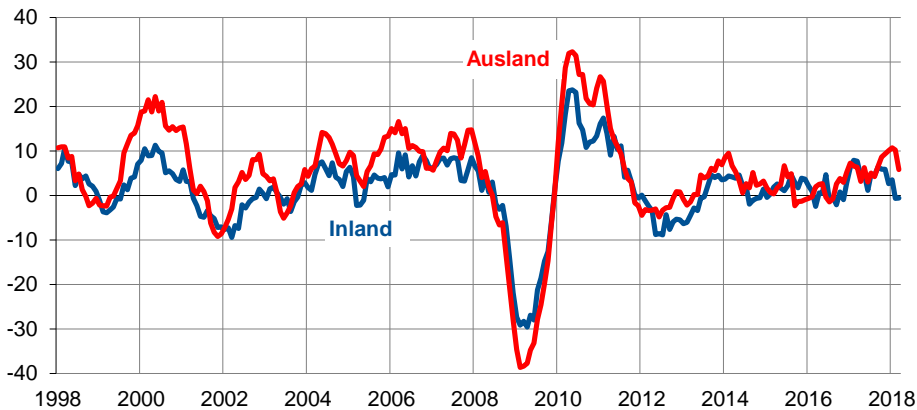
Die Euro-Zone entfernt sich von der Eigenverantwortung hin zu einer Vergemeinschaftung von Problemen • Der Stabilitätspakt wird von Italien in Frage gestellt • Frankreich fordert mehr Befugnisse für Brüssel • Bindende Verträge wurden und werden nicht eingehalten • Benötigt wird nach wie vor eine Sanktionierung in Form von Marktpreisen

Südafrika nach Zuma: Der Sturm am Kap der Guten Hoffnung ist nicht vorbei 9

Südafrikas Politik befindet sich nach Mandela auf dem falschen Weg • Auch Ramaphosa wird strukturelle Probleme wie das schwache Bildungssystem nicht angehen • Stattdessen wird die populistische Umverteilungspolitik fortgeführt • Rand mit anhaltender Abwertungs dynamik

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat



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

BIP-Wachstum

Deutschland	2,0
Euro-Zone	2,2
UK	1,1
USA	2,7
Japan	1,0
China	6,4

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

Deutsche Konjunktur: Schwächere Wirtschaftsdynamik im ersten Quartal ...

Nachdem Ende 2017 ein Zuwachs von 0,6 % zu verbuchen gewesen war, konnte das deutsche BIP im ersten Quartal 2018 kalender- und saisonbereinigt nur um 0,3 % im Vergleich zum Vorquartal zulegen. Dies ist das niedrigste Wachstum seit dem dritten Quartal 2016. Auch wenn eine Verlangsamung der Dynamik erwartet worden war, haben die Zahlen dennoch überrascht. Mit einer Halbierung des Wachstumstempos haben die wenigsten Analysten gerechnet. Eine Revision vieler Wachstumsprognosen für 2018 ist damit unausweichlich. Selbst bei einer erneuten, moderaten Belebung in der zweiten Jahreshälfte ist ein Jahreswachstum von über 2 % unwahrscheinlich; vor allem, weil auch die Dynamik im zweiten Quartal eher moderat ausfallen dürfte. Angesichts des schwachen Verlaufs im ersten Quartal und der anhaltenden Unsicherheiten über die kurzfristige weitere Konjunktorentwicklung revidiert die IKB für 2018 ihre BIP-Wachstumsprognose von 2,3 % auf rund 2 %. Das Prognoserisiko scheint allerdings weiterhin eher nach unten gerichtet zu sein.

Für den Dämpfer verantwortlich war neben den Konsumausgaben des Staates, die erstmals seit knapp fünf Jahren gesunken sind, der Außenhandel. Er konnte seinen starken Aufwärtstrend der beiden letzten Quartale nicht halten und verlor an Dynamik, weil die Exporte deutlicher zurückgingen als die Importe. Das wirtschaftliche Tempo des außenwirtschaftlichen Umfelds ließ im ersten Quartal. Fast alle Industrieländer hatten zu Jahresanfang ein schwächeres Wachstum verzeichnet als zum Ende von 2017. Zudem hat der synchrone globale Gleichlauf mit dem BIP-Rückgang in Japan im Anfangsquartal 2018 erste Kratzer bekommen.

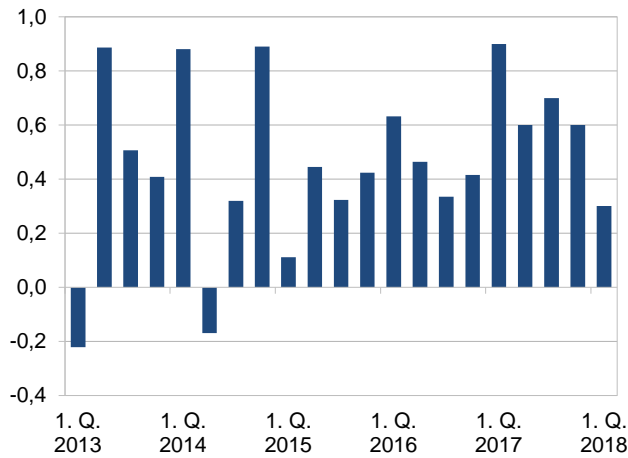
Trotz der schlechten Witterung legten die Bauinvestitionen hingegen überraschend kräftig zu. Erfreulich ist, dass ebenfalls deutlich mehr in Ausrüstungen investiert wurde. Die privaten Haushalte erhöhten ihre Konsumausgaben leicht. Die Inlandsdynamik scheint damit weitgehend intakt, dürfte aber auch an Tempo eingebüßt haben.

Im Verlauf von 2018 sollte das Tempo der wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland wieder zulegen. Dafür sprechen die witterungs- und brückentagsbedingten Produktionsausfälle sowie vorübergehend niedrigere Staatsausgaben, weil der Haushalt noch nicht verabschiedet ist. Auch die Dynamik der Weltwirtschaft kann zwar das Tempo des Vorjahres nicht halten, ist aber nach wie vor intakt. Von daher ist von einer anhaltend robusten wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland auszugehen. Allerdings dürfte sich das Ausmaß des Wachstums 2017, das vier Quartale in Folge über dem Potenzialwachstum lag, wieder normalisieren.

... erfordert Revision der Prognose

Deutschland: BIP-Wachstum zum Vorquartal in %

Real, saison- und kalenderbereinigt

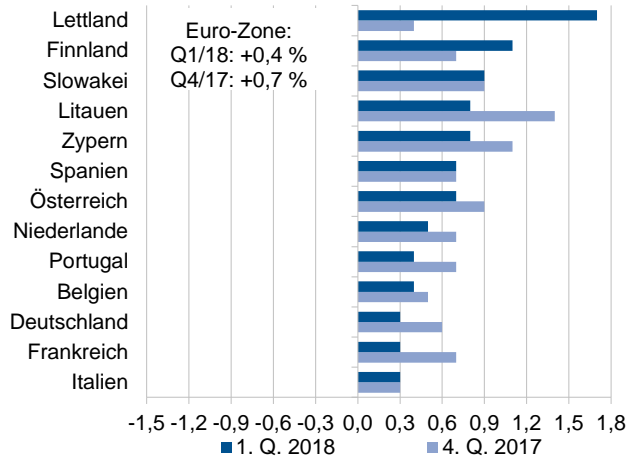


Quelle: Statistisches Bundesamt



Euro-Länder: BIP-Wachstum zum Vorquartal in %

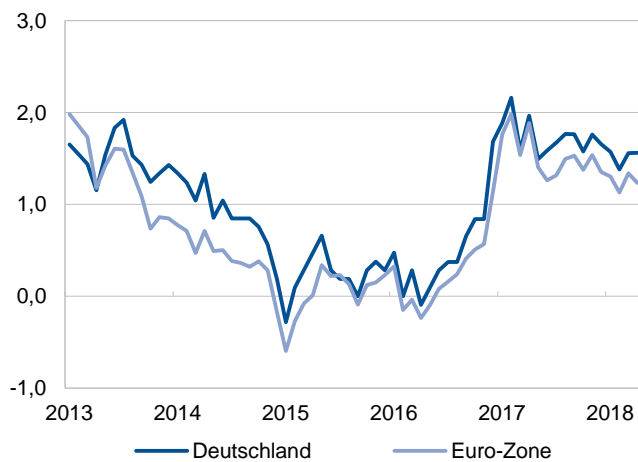
Real, saison- und kalenderbereinigt



Quelle: Eurostat



Inflationsrate, Veränderung zum Vorjahr in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Eurostat



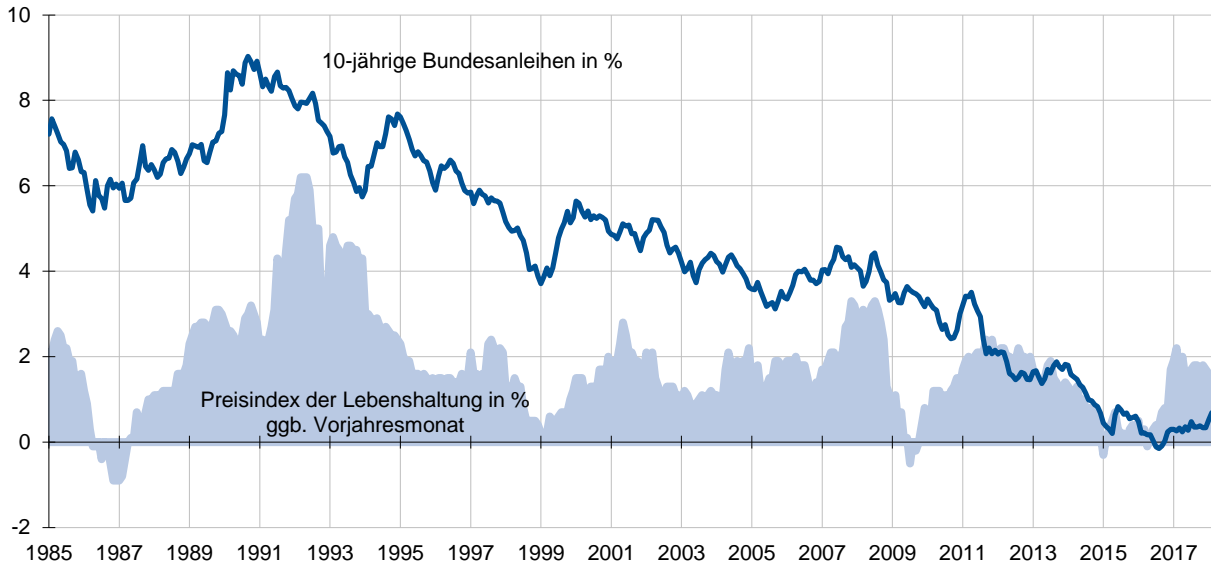
Der jüngste Anstieg des Ölpreises in Folge des Konflikts um das Atomabkommen mit dem Iran hat erneut die Diskussion entfacht, in welchem Maße diese Entwicklung für Inflation sorgt und somit auch die EZB-Politik beeinflussen könnte. Zwar hat sich der US-Dollar-Ölpreis von seinen jüngsten Hochständen verabschiedet, von seinem Tiefstand von ca. 29 Euro pro Barrel Anfang 2016 hat er sich jedoch deutlich abgesetzt. Selbst die Aufwertung des Euro im Verlauf des Jahres 2017 konnte nicht verhindern, dass der Euro-Ölpreis seit Anfang 2016 einen positiven Trend zeigt. Das Niveau bleibt allerdings im historischen Vergleich weiterhin relativ niedrig.

Ein anziehender Ölpreis wird sicherlich für Preisdruck sorgen – vor allem, wenn der Euro-Wechselkurs nicht aufwertet. Dies wird anfänglich zu einer höheren Inflationsrate führen. Für die Notenbank ist allerdings entscheidend, welche Folgen sich durch den einmaligen Preisanstieg in der Zukunft ergeben werden. Ist die Erwartung, dass dieser einmalige Preisanstieg zu Zweitrundeneffekten wie steigenden Löhnen bzw. Lohnkosten führt, wird dies eine Reaktion der Notenbank in Form einer strafferen Geldpolitik auslösen. Eine zunehmende Inflationsrate bedeutet in erster Instanz erst einmal, dass die realen Löhne sinken. Ein Anstieg des Ölpreises hat somit kurzfristig einen negativen Einfluss auf die Realwirtschaft. Gefährlich wird es hingegen nur dann, wenn dieser Anstieg durch Geldmengenausweitung zu einer zunehmenden Inflationsdynamik und somit zu einer tendenziell ansteigenden Inflationsrate führt.

Dies ist allerdings vor allem in der Euro-Zone nicht zu erkennen (die Kreditvergabe entwickelt sich trotz niedriger Zinsen eher moderat). So mag die aktuelle Ölpreisentwicklung die Inflationsrate kurzfristig nach oben treiben, der Geldpolitik sollte dies aber relativ wenig Sorgen bereiten. Bleibt der Ölpreis auf dem aktuellen, höheren Niveau oder sinkt er 2018 bzw. 2019 erneut, nimmt sogar die Gefahr zu, dass die Inflationsrate 2019 niedriger ausfallen könnte als aktuell erwartet wird (so wie es 2015 der Fall war). Die IKB erwartet für Deutschland eine Inflationsrate von knapp unter 1,6 % in 2018.

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

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

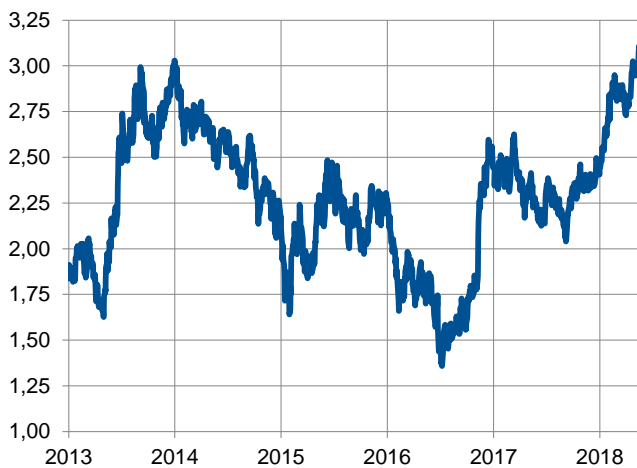


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Steigende US-Zinsen - Bedeutung für Schwellenländer nicht überbewerten, ...

Renditen 10-jähriger US-Treasury in %



Quellen: Bloomberg

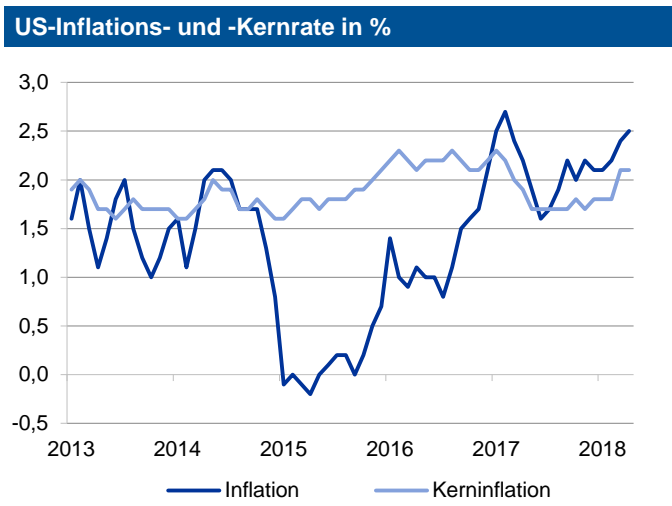


Wieder einmal sorgt die Fed mit ihrer geldpolitischen Wende für Volatilitäten insbesondere auf den Finanzmärkten der Schwellenländer. Die Geschichte hat gezeigt, dass, wann immer die Fed die Zinsen erhöht, sich Herausforderungen für diese Länder ergeben. Anfang der 80er Jahre hatte die Fed unter Paul Volcker die Zinsen drastisch angehoben, um die zweistellige Inflationsrate in den USA zu bekämpfen. Das Ergebnis war eine deutliche Aufwertung des US-Dollar. Dies hatte zu einer Schuldenkrise in Südamerika geführt, da dort viele dieser Länder in US-Dollar verschuldet waren. Auch als Bernanke 2013 eine Wende der US-Zinspolitik nur andeutete, daraufhin die US-Renditen deutlich anstiegen und globales Finanzkapital in die USA zurückfloss, gerieten einige Schwellenländer deutlich unter Druck. Insbesondere für die

Länder mit chronischem Leistungsbilanzdefizit, die auf internationales Finanzkapital angewiesen waren, ergaben sich heftige Probleme. Die Geschichte zeigt auch, dass die Fed dabei möglichen globalen Folgen ihrer Geldpolitik wenig Beachtung schenkt.

Derzeit wird der Druck auf die Devisenkurse der Schwellenländer vor allem wieder der Fed-Politik zugeschrieben, die mit der Leitzinsanhebung das lange Ende der US-Zinskurve aufwärts bewegt hat. Das Niveau der 10-jährigen US-Renditen, das lange Zeit Zweifel an der Nachhaltigkeit der geldpolitischen Wende widerspiegelte, ist jüngst auf rd. 3 % gestiegen. Doch wieviel Raum für eine weitere Zinserhöhung noch bleibt, ist nicht eindeutig. Zwar sollte die Fed auch dank der US-Steuerpolitik 2018 durchaus die Möglichkeit haben, ihren Leitzins weiter anzuheben; wie nachhaltig sich die konjunkturelle Erholung erweisen wird, bleibt allerdings abzuwarten. So könnte der Raum für weitere Fed-Zinsanhebungen eng werden – vor allem ab der zweiten Hälfte 2019. Aber selbst mit Zinserhöhungen über 2018 hinaus ist dennoch von keiner deutlichen Korrektur am langen Ende der US-Zinskurve ausgehen. Aufgrund der US-Wachstums- und Inflationsprognosen dürfte die Fed-Funds-Rate ihren Höchststand bei um die 3,5 % erreicht haben. Zudem sollte perspektivisch das Risiko sinkender US-Leitzinsen nicht vernachlässigt werden.

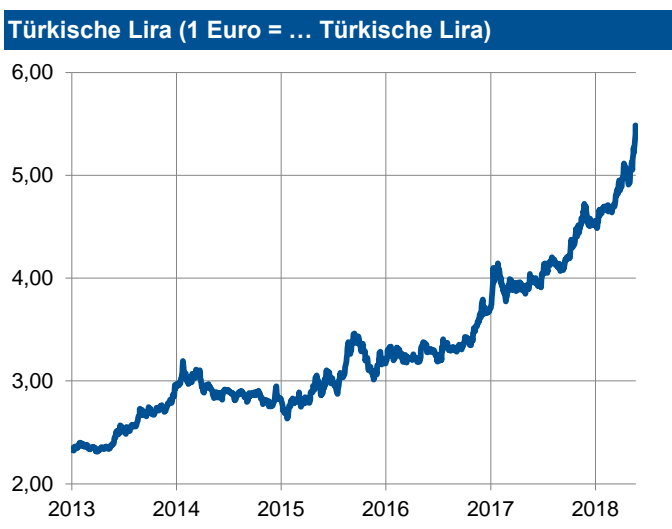
... Probleme sind oftmals lokal getrieben



Quelle: Bloomberg



Quelle: Bloomberg



Quelle: Bloomberg



Angesichts der graduell steigenden US-Zinsen ist der jüngste Druck auf die Devisenkurse vieler Schwellenländer überraschend; denn trotz US-Renditen von 3 % hatte sich keine deutliche Korrektur nach oben ergeben. Dies ist daran zu erkennen, dass sich schon seit Anfang 2017 die Renditen auf einem Niveau zwischen 2,0 % und 2,5 % bewegt und ihren Tiefstand von unter 2 % bereits im Juli 2016 gehabt hatten. Das aktuelle Renditeniveau ist somit alles andere als das Ergebnis einer deutlichen Korrektur, die eine nennenswerte und nachhaltige Umkehr globaler Finanzkapitalströme mit sich bringen sollte. Auch weiterhin wird von graduell steigenden US-Renditen ausgegangen.

Die potenzielle Gefahr hoher US-Renditen für die Schwellenländer sollte nicht überbewertet werden. Als 2013 die US-Renditen mit rund 100 Basispunkten gestiegen waren, und die Devisenkurse der Schwellenländer wie z. B. von Brasilien erheblich unter Druck gerieten, waren dieser Entwicklung mehrere Jahre mit hohem Wirtschaftswachstum, ausweitendem Leistungsbilanzdefizit und einer oftmals eskalierenden Korruption in vielen Emerging Markets vorausgegangen. Volkswirtschaften mussten einen deutlichen Anpassungsprozess von Angebot und Nachfrage bewerkstelligen - auch und vor allem getrieben durch einen enormen Öl- bzw. Rohstoffpreisverfall. Aktuell haben Schwellenländer weder Jahre mit Nachfrageüberschüssen hinter sich noch sollten US-Dollar-basierte Rohstoffpreise – allen voran der Ölpreis – eine deutliche Abwärtskorrektur vollziehen.

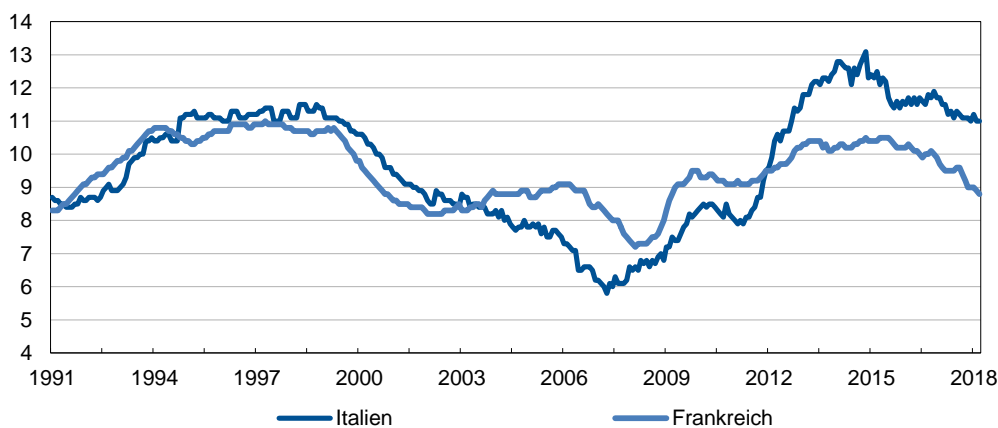
So ist ein erhöhter Abwertungsdruck vor allem die Folge der inländischen Wirtschaftspolitik der Schwellenländer. Auch der aktuelle Abwertungstrend der Türkischen Lira ist nicht primär von der US-Notenbankpolitik induziert, sondern eher von der türkischen Politik selbst. Einseitige negative Erwartungen, die durch innenpolitische Fehlentwicklungen geschürt werden, strukturelle Ungleichgewichte sowie historisch hohe Inflationsraten sorgen für eine Abwärtsspirale von Abwertung und die Bestätigung negativer Erwartungen. So sollte die Lira trotz des schon länger anhaltenden Kursverfalls erst nach einer weiteren drastischen Abwertung etwas Stabilität finden. Es gibt wenig Grund, anderes zu erwarten.

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

Politik der Euro-Zone: Was kommt im nächsten Abschwung?

Das neue italienische Regierungsbündnis mit der Fünf-Sterne-Bewegung und der „Lega“ hat verlauten lassen, dass Italien keine deutsche Kolonie werden möchte, wenn es um Haushaltspolitik geht. Und Frankreichs Präsident Macron kritisiert einen deutschen „Fetischismus für Haushaltsüberschüsse“. In beiden Fällen werden Deutschlands fiskalpolitische Vorstellungen kritisiert und mit negativen Attributen versehen. Das überrascht insofern etwas, weil nicht nur Deutschland fiskalische Disziplin einfordert, sondern auch die nordeuropäischen EU-Staaten. Zudem wird gerne verdrängt: Alle Staaten der Euro-Zone haben seinerzeit den Vertrag von Maastricht unterschrieben, der die Grundlage der Währungsunion bildet und die Rahmenbedingungen für die Fiskal- bzw. Schuldenpolitik vorgibt. Was Frankreich und Italien zu verstehen geben ist, dass dieser Vertrag für sie nicht bindend ist, obwohl er in konjunkturellen Abschwüngen durchaus außergewöhnliche fiskalpolitische Maßnahmen ermöglicht. Allerdings sind entsprechende Aktionen, die während der Euro-Krise als Ausnahme proklamiert wurden, inzwischen feste Bestandteile der Fiskalpolitik geworden. Davon zeugen der inzwischen permanent installierte Rettungsfonds ESM und Bestrebungen, dessen Befugnisse in Form eines europäischen Währungsfonds weiter auszubauen.

Abb. 1: Arbeitslosenquote; in %



Quelle: Eurostat

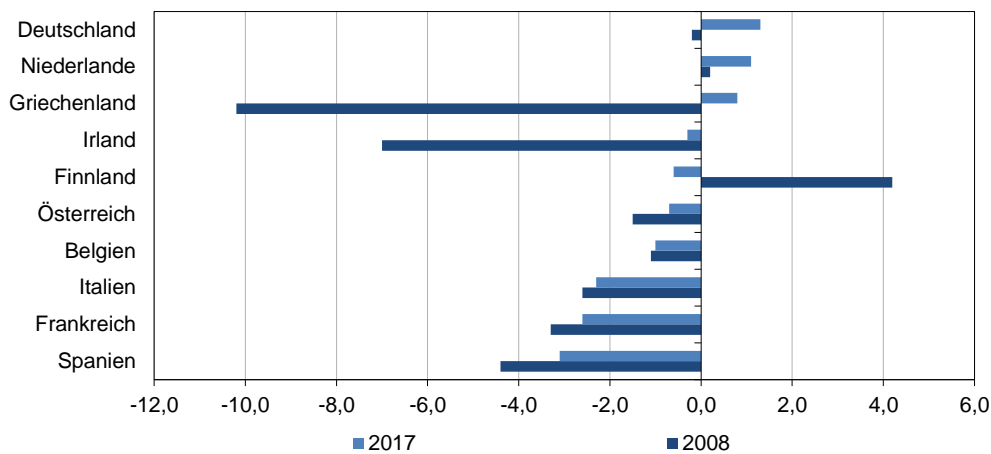
Diese Aussagen im Umfeld eines positiven Konjunkturverlaufs, währenddessen eine haushaltspolitische Konsolidierung durchaus angebracht wäre, überraschen schon. Zwar war das Wirtschaftswachstum in beiden Ländern in den letzten Jahren nicht so stark wie in Deutschland, doch auch diese beiden Volkswirtschaften haben sich belebt; das BIP liegt in beiden Ländern über dem Vorkrisenniveau. Die aktuellen Arbeitslosenquoten in Italien und Frankreich sind deutlich niedriger als während der Finanzkrise und nähern sich ihrem Vorkrisenniveau an. Es besteht keine Krisensituation, in der Brüssel die Länder zum Sparen zwingt, obwohl eine expansive Fiskalpolitik nötig wäre. In diesem Fall wäre ein Plädoyer für mehr fiskalischen Spielraum durchaus angebracht. Dabei sei erwähnt, dass auch Deutschland diesen Spielraum genutzt und schon zu Beginn der Euro-Zone gegen die Kriterien verstoßen hat.

Zudem hat die EZB durch ihre Niedrigzinspolitik fiskalischen Spielraum selbst für hochverschuldete Länder geschaffen. Für Italien und Frankreich liegt das nominale BIP-Wachstum über dem effektiven Zinssatz des Staates. Dies ermöglicht den Ländern ein Defizit ihrer Primärbilanz (Haushaltssaldo ohne Berücksichtigung der Zinszahlungen), ohne die Schuldenquote automatisch zu erhöhen. So hat die EZB äußerst positive Rahmenbedingungen für eine flexiblere Fiskalpolitik selbst bei den aktuell hohen Schuldenquoten geschaffen.

Grundsätzlich werden in konjunkturellen Abschwungphasen Stützungsmaßnahmen benötigt, um ausreichend Nachfrage sicherzustellen. Diese Maßnahmen können auch mehrere Jahre andauern. Argumente, eine solche Politik verhindere den notwendigen Reinigungsprozess und nur Sparen könne eine Senkung der Schuldenquoten bewirken, sind empirisch nicht belegbar. Vielmehr reduziert Sparen die Nachfrage und bringt im Extremfall den wirtschaftlichen Kreislauf zum Erliegen, weil Investitionen ausbleiben. In einer Volkswirtschaft mit endogener Geldmengenausweitung, in der die Notenbank das Monopol der Geldschöpfung hat, wird Kapital für Investitionen durch Kredite generiert und nicht durch Sparen. Auch das Argument, welches immer noch in volkswirtschaftlichen Lehrbüchern zu finden ist, dass eine höhere Staatsverschuldung

die Zinsen steigen lasse, trifft nicht zu: Höhere Schuldenquoten führen zu niedrigeren Zinsen, da die effektive Nachfrage im Umfeld einer hohen Schuldenquote bzw. einer ungleichen Verteilung von Vermögen und Schulden belastet wird. Aus dieser Sicht ist die Argumentation schlüssig, die Zinsen in der Euro-Zone bleiben noch auf Sicht relativ niedrig.

Abb. 2: Staatlicher Haushaltsüberschuss bzw. -defizit; in % des BIP



Quelle: Eurostat

Auf deutscher Seite werden eine hohe Sparquote und ein struktureller Leistungsbilanzüberschuss grundsätzlich als vorteilhaft angesehen. Es sei besser, für die Zukunft zu sparen, als für den Moment zu konsumieren, so wird argumentiert. Ein Überschuss auf der Handelsbilanz zu erwirtschaften sei besser, als ein Defizit zu bezahlen. Beides ist verkehrt, weil Wohlstand nicht durch Sparen oder Produzieren erreicht wird, sondern durch mehr Konsum. Sparen schafft kein Wirtschaftswachstum, ebenso wie ein Leistungsbilanzüberschuss keinen messbaren Wohlstand schafft. Doch die deutsche Politik scheint immer noch nicht die Verantwortung für den Handelsüberschuss der deutschen Wirtschaft zu übernehmen, denn dieser wird einer wettbewerbsfähigen Wirtschaft und einem schwachen Euro-Devisenkurs zugeschrieben. Auf beides hat die deutsche Politik wenig Einfluss.

Die Aussagen von Frankreich und Italien deuten auf den Wunsch hin, die Fiskalpolitik stärker antizyklisch zu gestalten. Dagegen mag nichts einzuwenden sein. Auch an einer Konzentration auf die Sicherstellung einer ausreichenden Nachfrage mag gemäß Keynes nichts auszusetzen sein. Strukturelle Probleme eines Landes können allerdings nicht alleine durch eine expansive Fiskalpolitik gelöst werden. Keynesianismus ist krisenorientierte Wirtschaftspolitik und kein Dauerzustand. Das Potenzialwachstum wird durch Kapital, Arbeit und Produktivität/Technologie bestimmt. Sicherlich mögen kurzfristige konjunkturelle Stützungsmaßnahmen das Potenzialwachstum unterstützen, dass eine zunehmende Nachfrage für mehr Investitionen sorgt; doch ein nachhaltiges Anziehen der Investitionen braucht richtige Rahmenbedingungen für eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit. Ohne ausreichende Kapazitätsausweitung führt eine Nachfrageausweitung zu Inflation oder einem steigenden Handelsbilanzdefizit. Die Lösung für Italien liegt nicht in einer expansiveren Ausgabenpolitik. Die Angebotsseite bzw. Investitionen müssen sensibler auf eine Nachfrageausweitung reagieren. Auch aus dieser Sicht sind jüngste Kommentare, und vor allem die Pläne der neuen italienischen Regierung, mit Sorge zu sehen; denn der eigentliche Grund für die seit Jahrzehnten andauernde Phase des italienischen Niedrigwachstums liegt nicht in einer zu restriktiven Fiskalpolitik sondern in der Reformmüdigkeit des Landes.

Wenn der Gedanke einer anhaltenden Krisenpolitik bereits während einer Boomphase nicht erlöscht, was werden die Argumente in einem Abschwung sein? Aktuell ist die Konjunkturendynamik noch ausreichend gut, um die Abkehr von eigentlich bindenden Verträgen zuzudecken. Doch ein Wirtschafts- und Währungsraum kann nicht auf der Annahme einer anhaltenden Konjunkturbelebung aufgebaut sein. Ist die nächste Vertrauenskrise in der Euro-Zone schon vorprogrammiert? Vielleicht wagen Italien – und vor allem Frankreich – auszusprechen, was nicht nur jeder schon weiß, sondern was von allen bereits praktiziert wird; nämlich, dass die Einhaltung der Verträge nur konditional zur Konjunkturlage bzw. den Eigeninteressen der Mitgliedsländer zu sehen ist. Doch mit der Finanzkrise hat diese Haltung eine neue Dimension angenommen, in dem Sinne, dass es auch offiziell (siehe ESM) immer weniger Gründe gibt, sich an Richtlinien zu halten. Dies wirft

dann die Frage nach neuen Richtlinien auf. Hier prescht vor allem Frankreich mit seinen Vorstellungen einer erhöhten Befugnis von Brüssel und einer Vergemeinschaftung von Problemen auf Euro-Ebene voran.

Seit der Finanz- und Euro-Krise entfernt sich die Euro-Zone vom Gedanken der Eigenverantwortung hin zu Vergemeinschaftung mit der Begründung, dass dies die Einheit in der Euro-Zone – und damit ihren Erhalt – stärken würde. Doch die unterschiedliche Sichtweise von Frankreich und Italien auf der einen und Deutschland auf der anderen Seite zeigt, dass eine Gleichsetzung nationaler Interessen bzgl. der Fiskal- und Wirtschaftspolitik am Ende niemanden zufriedenstellen bzw. immer wieder ein Stein des Anstoßes sein wird. Allerdings sei hier nochmals erwähnt, dass die deutschen Interessen nicht unbedingt diagonal verschieden sind. Dies haben die Maastricht-Verletzungen von Deutschland bereits gezeigt. Eine Ländergemeinschaft ist nur dann stabil, wenn jedes Land Verantwortung für seine Politik auch gegenüber der Gemeinschaft übernimmt und nicht, wenn alle Pflichten sozialisiert werden. Präsident Macron macht sich stark für einen europäischen Währungsfond und einen Euro-Finanzminister mit weitreichenden Befugnissen und Budgetverantwortung. Was nötig ist, ist die Wiederherstellung von Marktpreisen als Signal und Sanktionsmechanismus für eine fehlgeleitete Fiskal- bzw. Wirtschaftspolitik; denn die Erfahrung mit dem Maastricht-Vertrag hat gezeigt, dass Verträge zwischen Ländern eher ineffektiv sind, wenn es darum geht, falsches Verhalten ausreichend zu sanktionieren. Bestrebungen, die Euro-Zone durch mehr Regeln, Machtkonzentration und einer anhaltend expansiven Fiskalpolitik krisensicher zu gestalten, sind ein Trugschluss; ebenso der Glaube, dass Verträge das Verhalten von Ländern ausreichend in vor allem wirtschaftlich schwierigen Zeiten definieren. Gebraucht wird mehr fiskalische Diskretion in Kombination mit mehr Eigenverantwortung – nicht auf Basis von Verträgen sondern bewertet durch Marktpreise. Die letzten Jahre waren jedoch dadurch geprägt, dass jegliche Marktpreisreaktion – in Form von zum Beispiel steigenden Zinsen – durch die Notenbank und den Rettungsschirm eliminiert wurde. Beides sind oder sollen permanente Institutionen werden.

Fazit: Sparen schafft kein Wachstum. Erforderlich ist eine effektive Nachfrage, die durchaus durch die Fiskalpolitik stimuliert werden kann. Doch eine expansive, keynesianische Wirtschaftspolitik ist keine Lösung für eine grundsätzliche strukturelle Wachstumsschwäche, sondern sie ist eine Politik für Krisenzeiten. In diesem Zusammenhang sind die jüngsten Äußerungen Italiens und Frankreichs über die „deutsche Besessenheit zum Sparen“ überraschend, da sich die Euro-Zone im fünften Jahr ihrer konjunkturellen Erholung befindet. Doch es ist weniger Deutschland, das am Pranger steht, sondern es sind vielmehr die Verträge von Maastricht, die als nicht mehr bindend angesehen werden. So passen die jüngsten Aussagen der Nachbarländer zu dem, was mit dem Rettungsmechanismus der Euro-Zone begonnen hat: Die grundsätzliche Abschaffung der alten Ordnung und die offizielle Abkehr von eigentlich bindenden Verträgen. Diese Tendenzen sollten mit dem nächsten konjunkturellen Abschwung deutlich an Fahrt gewinnen. Und auch, wenn eine aktive Fiskalpolitik durchaus ihre Berechtigung hat, ist es ein Trugschluss zu glauben, damit den Erhalt der Euro-Zone zu sichern. Benötigt sind effektive Sanktionierungsmechanismen für falsches Verhalten. Dies legt den Fokus auf eine Sanktionierung durch Marktpreise. Die Euro-Zone scheint jedoch leider einen anderen Weg zu gehen.

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

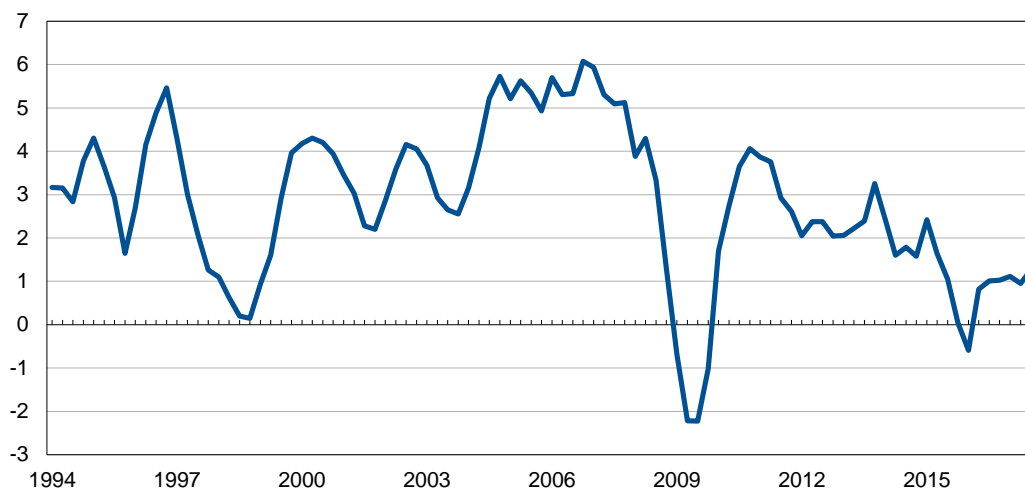
Südafrika nach Zuma: Der Sturm am Kap der Guten Hoffnung ist nicht vorbei

Politik Südafrika: Nach Mandela auf dem falschen Weg

Mit der Ernennung von Cyril Ramaphosa zum Präsidenten des ANC (African National Congress) und der Republik Südafrika ist das Vertrauen auf eine politische wie auch wirtschaftliche Neuausrichtung am Kap der Guten Hoffnung gestiegen. Dies ist angesichts der Korruptionsvorwürfe gegen den alten Präsidenten Jacob Zuma durchaus nachvollziehbar. Das Land, dessen soziale und ökonomische Strukturen auch fast 25 Jahre nach Ende der Apartheid noch immer sehr ungleich sind, benötigt einen Präsidenten, der nicht nur eine effektive Führungskraft ist, sondern vor allem ein Vorbild und Visionär, mit dem sich alle Volksgruppen identifizieren können. Nelson Mandela war solch eine Persönlichkeit. Als er 1994 Staatspräsident wurde, hat er durch Glaubwürdigkeit, Integrität und Visionen Aufbruchstimmung und Kompromissbereitschaft erzeugt – sowohl bei der schwarzen als auch bei der weißen Bevölkerung in Südafrika. Diese Stimmung wurde im Begriff der „Regenbogennation“ zusammengefasst. Doch bereits unter seinem Nachfolger Thabo Mbeki ging diese Vision verloren. Erneut hielt eine wirtschaftliche Ordnung Einzug, die eine ethnisch basierte Umverteilung durch neue Gesetzgebung (black economic empowerment) initiierte. Auch Zuma hatte diese Politik fortgesetzt, die von Korruption, Vetternwirtschaft, Ineffizienz und Fehlallokation von Ressourcen begleitet wurde.

Das größte Problem Südafrikas ist weniger die Korruption des Staates, sondern die Tatsache, dass die Wirtschaftspolitik der Mehrheitspartei ANC von Verteilungsfragen dominiert wird. Armut und ungleiche Verteilung von Einkommen werden immer noch auf die Apartheidspolitik zurückgeführt. Doch auch, wenn diese sicherlich entscheidend zu rassistisch motivierten sozialen Disparitäten beigetragen hat, liegt die Lösung nicht in einer erneuten Umverteilung von Land, Kapital und Opportunitäten, die dem Staat eine legitimierte Grundlage gibt, Eigentumsrechte in Frage zu stellen und die Tür für Korruption zu öffnen. Der Fokus auf Umverteilung schafft eine Erwartungshaltung, die der Staat aufgrund des aktuellen Wachstumspotenzials der Wirtschaft nicht erfüllen kann. Auch werden die Menschen nicht in die Lage versetzt, selbstständig ihren sozialen und wirtschaftlichen Status zu verbessern (siehe Amartya Sen: Development as Freedom).

Abb. 1: BIP-Wachstum der Republik Südafrika; Veränderung zum Vorjahr in %



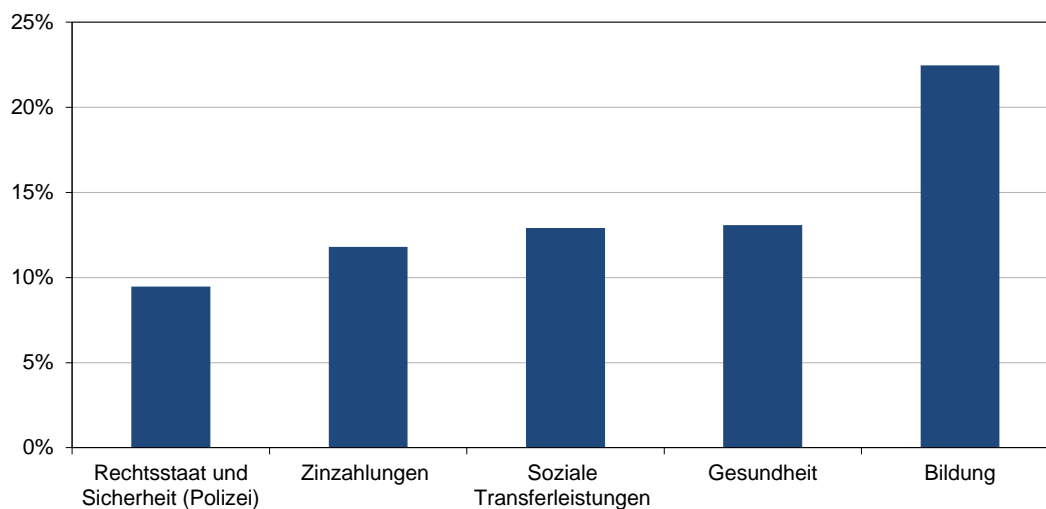
Quelle: EIU

Infolge dieser Politik kann Südafrika auch fast 25 Jahre nach dem Ende der Apartheid keine bedeutenden Erfolge bei der Lösung der grundsätzlichen Probleme des Landes vorweisen. Weiterhin zeigt das Land ein ungenügendes Potenzialwachstum. Selbst bei einem nur moderaten konjunkturellen Aufschwung entsteht schnell Inflationsdruck und das Leistungsbilanzdefizit weitet sich aus. Zudem sinkt die Wachstumsdynamik nun schon seit mehreren Jahren, vor allem aber seit der Präsidentschaft von Zuma (2009 bis Anfang 2018). In den letzten Quartalen hat sich das Wirtschaftswachstum auf rund 1 % eingependelt und verharrt somit deutlich unter dem auch so schon geringen aktuellen Potenzialwachstum von geschätzten 2 %. Eine effizientere Steuerung des Staatsapparates unter Ramaphosa wäre deshalb nicht nur wünschenswert, um die

Grundbedürfnisse der Bevölkerung besser zu befriedigen, sondern auch, um eine Wende beim sinkenden Potenzialwachstum einzuleiten.

Doch die größte wachstumshemmende Schwachstelle bleibt das mangelhafte Bildungssystem. Fehlanreize haben dazu geführt, dass Fachkräfte en masse das Land verlassen. Im Schulsystem wird zwar eine offizielle Abschlussquote von rund 75 % angegeben; durch die hohe Ausfallrate bei Prüfungen ist jedoch von einer effektiven Rate von unter 40 % auszugehen. Nicht einmal jeder zweite Schüler macht somit einen Schulabschluss. Und dies, obwohl das Land über 20 % des Staatshaushalts für Bildung ausgibt; Bildung ist der größte staatliche Ausgabenblock. Eine hohe Arbeitslosenquote und niedrige Produktivität bei gleichzeitig großer Armut und Erwartungen an ein besseres Leben sorgen für einen anhaltenden und sich verschärfenden Konflikt zwischen Gewerkschaften und Arbeitgebern. Die Arbeitslosenquote ist nie nennenswert gesunken und liegt aktuell bei über 25 %. Zwar wird als Ursache das schwache Wachstum angegeben. Es ist jedoch eher so, dass mangelhafte Bildung höhere Produktivität und somit Wachstum verhindert.

Abb. 2: Größte Ausgabenblöcke des Staates; in % der Gesamtausgaben 2017/18



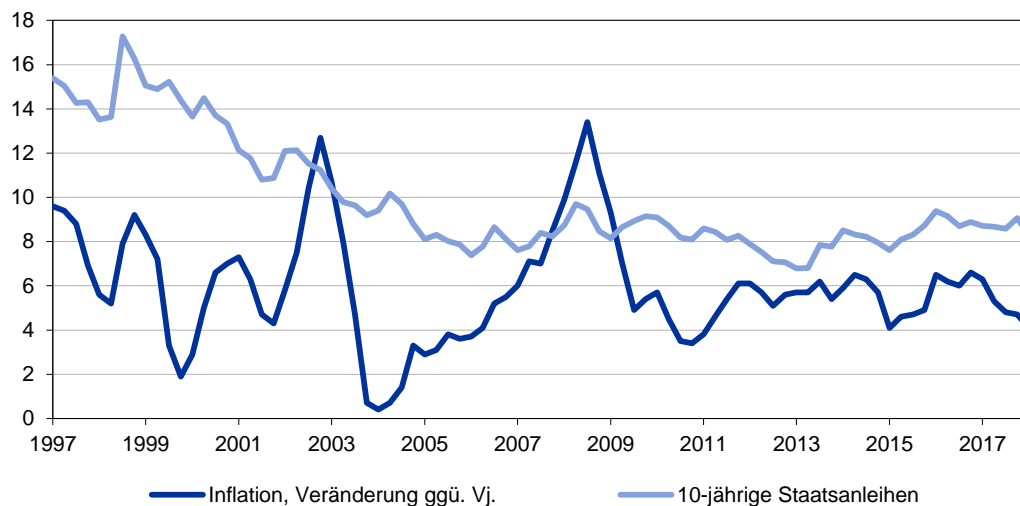
Quellen: National Treasury, Budget Review

Einschätzung zu Zinsen und Rand

10-jährige Renditen sind seit der Abschaffung von Apartheid und dem Abklingen der Asien-/Russlandkrise 1998 zwar deutlich gefallen; sie verbleiben allerdings nun schon länger auf einem relativ stabilen Niveau von ca. 8 %. Ist mit einer weiteren strukturellen Senkung unter dem neuen Präsidenten zu rechnen?

Zwar ist es nicht überraschend, dass die Inflationsrate seit Öffnung der südafrikanischen Wirtschaft Anfang der 1990er-Jahre deutlich gesunken ist; allerdings verharrt sie nun schon seit Jahren auf einem relativ hohen Niveau, das durchschnittlich am oberen Rand des offiziellen Inflationsziels von 3 % bis 6 % liegt. Das grundsätzliche Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage dürfte auch der neue Präsident nicht entscheidend angehen. Denn der ANC ist in seinem Umverteilungsdenken gefangen, wie es jüngste Entwicklungen rund um die Reform von Agrarland erneut gezeigt haben. Somit liegt auch weiterhin eine große Verantwortung bei der Südafrikanischen Notenbank, mit einem hohen Zinsniveau das wirtschaftliche Gleichgewicht zu halten bzw. Defizite zu finanzieren und den Inflationsdruck einzudämmen. Ein grundsätzlich niedriger Leitzins ist deshalb nach wie vor nicht zu erwarten. Um das lange Ende der Zinskurve nachhaltig nach unten zu korrigieren, muss sich deshalb die Risikoeinschätzung verbessern, damit sich die Risikoprämie Südafrikas reduziert. Doch auch hierfür ist der Handlungsspielraum begrenzt. Der Druck auf die Staatsausgaben sollte mangels höherem Wachstum hoch bleiben, während die Verteilungspolitik und die anhaltende Dominanz des ANC wenig Anreize für mehr Transparenz und Investitionen schaffen. Für eine grundsätzliche Neueinschätzung des Renditenniveaus unter dem neuen Präsidenten ist es folglich zu früh.

Abb. 3: Inflation und Rendite auf 10-jährige Staatsanleihen in %



Quellen: Bloomberg; IKB

Inflationsbereinigt beläuft sich die 10-jährige Rendite von Staatsanleihen im Schnitt auf 2 %. Doch für ausländische Investoren ist vor allem der EUR/ZAR-Devisenkurs und nicht unbedingt die lokale Inflationsrate entscheidend. Hier ist jedoch zu erkennen, dass sich der preisbereinigte effektive Wechselkurs als stabile Zeitreihe herausgestellt hat. Sprich: Der Rand wertet langfristig gegenüber den Währungen der Handelspartner um den Inflationsunterschied ab. Dies ist nicht unbedingt selbstverständlich. Denn für viele Devisenkurse, insbesondere von Schwellenländern, erweist sich die Auf- oder Abwertungs dynamik oftmals als volatil – selbst langfristig. So wird zwar der Wert des Rand immer wieder vor allem von politischen Entwicklungen negativ beeinflusst, was kurzfristig für hohe Unsicherheit und Volatilität sorgen kann; die langfristige Abwertungs dynamik ist allerdings weniger fraglich. Denn dank des stabilen Ausblicks für die Inflationsrate ergibt sich eine stabile langfristige Abwertungs dynamik für den Rand. Das Vertrauen in diese Entwicklung beruht weniger auf fundamentalen Entwicklungen als auf der südafrikanischen Notenbankpolitik.

Fazit: Der neue Präsident Ramaphosa mag aktuell mehr Glaubwürdigkeit genießen als sein Vorgänger Zuma. Der ersehnte Visionär ist er aber nicht. Denn strukturelle Probleme wie das Leistungsbilanzdefizit und die relativ hohe, wenn auch stabile Inflationsrate werden von ihm nicht effektiv in Angriff genommen. Stattdessen wird die staatliche und populistische Umverteilungspolitik fortgeführt. Für die armen bzw. arbeitslosen Massen in Südafrika wird sich somit unter Ramaphosa nicht viel ändern, was die Radikalisierung und Gewaltbereitschaft im Land aufrecht erhalten sollte. Die Verantwortung, die Wirtschaft angesichts eines relativ niedrigen Potenzialwachstums ansatzweise in einem Gleichgewicht zu halten, liegt somit weiterhin bei der Notenbank. Diese Herausforderung scheint sie allerdings erfolgreich meistern zu können, was sich in einem relativ stabilen langfristigen Abwertungstrend des Rand zeigt, der dem Inflationsunterschied zu wichtigen Handelspartnern entspricht. Dafür müssen allerdings die Zinsen weiterhin auf einem vergleichsweise hohen Niveau verharren.

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

Daten auf einen Blick (22. Mai 2018)

Gesamtwirtschaft					
	Mrd. €	Reale Veränderung in % zum Vorjahr (kalenderbereinigt)			
	2017	2015	2016	2017	2018P
BIP	3.263,4	1,5	1,9	2,5	2,0
Privater Verbrauch	1.735,0	1,6	1,9	2,1	
Staatsverbrauch	638,7	2,9	3,7	1,6	
Ausrüstungsinvestitionen	214,6	3,0	2,1	4,9	
Bauinvestitionen	322,7	-1,9	2,5	3,5	
Exporte	1.542,1	4,7	2,4	5,3	
Importe	1.293,7	5,2	3,8	5,6	
Verbraucherpreise		0,2	0,5	1,7	1,6
Frühindikatoren					
Index* 2015 = 100	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Feb 18	Mrz 18	Apr 18
ifo-Geschäftsklima	105,9	5,9	106,8	105,7	104,5
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Jan 18	Feb 18	Mrz 18
Auftragseingänge**	107,0	5,6	110,0	109,8	108,8
Produktion und Handel**					
Index* 2015 = 100	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Jan 18	Feb 18	Mrz 18
Verarbeitendes Gewerbe	104,7	3,5	107,6	105,8	107,0
Bauhauptgewerbe	109,4	6,1	114,6	107,3	108,8
Einzelhandel (ohne Kfz)	105,1	3,0	105,3	105,1	104,5
Außenhandel nominal***					
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Jan 18	Feb 18	Mrz 18
Warenexporte Mrd. €	1.279,1	6,2	107,1	104,7	116,1
Warenimporte Mrd. €	1.034,3	8,3	89,8	86,3	90,9
Arbeitsmarkt**					
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Feb 18	Mrz 18	Apr 18
Erw. erbstätige in Mio.	44,188	1,5	44,577	44,609	-
Arbeitslose in Mio.	2,531	-5,9	2,395	2,377	2,370
Arbeitslosenquote in %	5,7		5,4	5,3	5,3
Wechselkurse					
	22.05.18	in 3 Monaten	in 6 Monaten	Ende 2018	Ende 2019
1 € = ... US-\$	1,18	1,19	1,19	1,17	1,25
1 € = ... CHF	1,17	1,18	1,18	1,18	1,23
Zinsen in %					
3-Monats-Euribor	-0,32	-0,32	-0,32	-0,20	0,10
USD 3-Monats-Libor	2,33	2,40	2,50	2,70	3,40
10-jährige Bundesanleihen	0,55	0,60	0,60	0,80	1,10
10-jährige US-Staatsanleihen	3,06	2,95	3,00	3,10	3,40

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

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

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der 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

24. May 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