

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 Schönekas
Daniel.Schoenekaes@ikb.de

Eugenia Wiebe
Eugenia.Wiebe@ikb.de

Deutsche Konjunktur: Wirtschaft tritt auf Euphoriebremse, Fortsetzung des Aufschwungs ist aber nicht gefährdet **2**

ifo Geschäftsklima trübt sich überraschend deutlich ein • Dennoch: deutscher Konjunkturmotor läuft rund • Für Impulse hat vor allem das Ausland im vierten Quartal gesorgt • Aktuell keine Anzeichen für konjunkturelle Eintrübung, aber das Tempo könnte im Verlauf von 2018 nachlassen

Kapitalmärkte: Inflationsängste sorgen für Volatilität auf den Zinsmärkten, doch nur eine gut laufende Konjunktur wird der Fed ausreichend Raum geben **4**

Überraschender Preisschub macht Zinsmärkte nervös • Sorgen über drastisch anziehende Inflation sind unbegründet • Solide US-Konjunktur spricht für mehrere Fed-Zinsanhebungen 2018 und 2019 • Der mittelfristige Ausblick ist deutlich unsicher • 2020 sind Zinssenkungen der Fed nicht auszuschließen

Notenbankpolitik: Erneut in der Kritik – aus der Krise nichts gelernt? **6**

Expansive Geldpolitik steht in der Kritik, neue Krisen auszulösen • Doch eine straffere Geldpolitik würde den Konjunkturausblick deutlich eintrüben • Schuldentragfähigkeit einiger Euro-Länder benötigt niedrige Zinsen • Eine zu ambitionierte Wende der Geldpolitik birgt mehr Risiken als die aktuell niedrigen Zinsen

Aktienmärkte: Stützen steigende Renditen Aktien- bewertungen? **8**

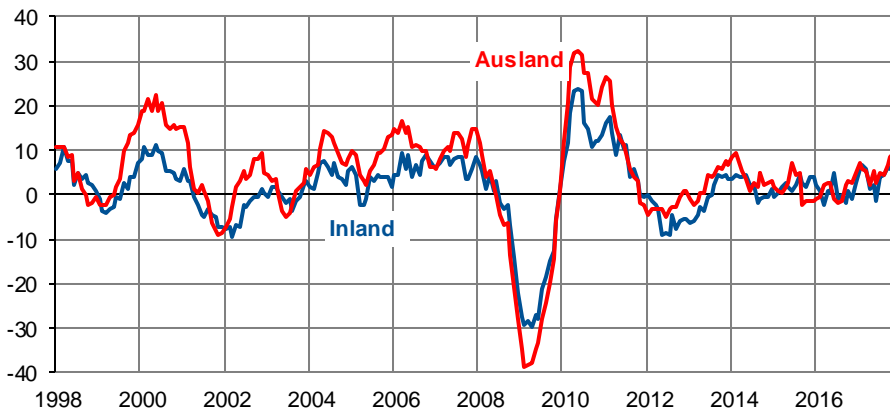
Steigende Zinsen und Inflation beunruhigen die Aktienmärkte • Renditen legen vor allem aufgrund des guten konjunkturellen Ausblicks zu • Empirisch lässt sich zeigen, hiervon profitiert auch das Kurs-Gewinn-Verhältnis von Aktien • Dies gilt für den Dow-Jones – weniger für den DAX

US-Staatsschulden: Ist die Schuldentragfähigkeit gefährdet? **10**

Nervosität angesichts eines höheren US-Haushaltsdefizits und Fed-Zinsanhebungen • Steigende Renditen – keine Belastung für die US-Schuldenquote • Schuldentragfähigkeit – seit der Jahrtausendwende anhaltend gute Rahmenbedingungen

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat



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

Deutsche Wirtschaft

BIP	2,3
Privater Konsum	1,4
Staatskonsum	1,6
Ausrüstungsinvestitionen	4,7
Exporte	5,7
Importe	4,6

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

Deutsche Konjunktur: Wirtschaft tritt auf Euphoriebremse, ...

Der deutsche Konjunkturmotor läuft anhaltend rund. Vor allem die Impulse aus dem Ausland hatten dafür gesorgt, dass sich der Wachstumskurs zum Ende des letzten Jahres fortgesetzt. Im vierten Quartal 2017 legte das BIP kalender- und saisonbereinigt um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal zu. Für das Gesamtjahr ergab sich ein kalenderbereinigtes Wachstum von 2,5 %.

Vor diesem Hintergrund überrascht die starke Eintrübung des ifo Geschäftsklimas im Februar. Aufgrund des erreichten Rekordniveaus war zwar mit einem Rückgang gerechnet worden, aber die Deutlichkeit des Dämpfers ist unerwartet. Von seinem höchsten Wert seit der Wiedervereinigung sank das ifo Geschäftsklima um 2,2 Punkte auf 115,4 Zähler, prognostiziert worden waren 117 Zähler. Das ist der größte Monatsrückgang seit Mai 2012. Wesentliche Treiber sind die verschlechterten Geschäftsperspektiven, die sich gegenüber dem Vormonat deutlich eintrübten. Mit einem Rückgang um 3 Punkte auf 105,4 Punkte wurde der schlechteste Wert seit April 2017 gemessen. In Anbetracht der vollen Auftragsbücher und der robusten Konjunktur überrascht dieser Wert. Erfahrungsgemäß dürften die Einschätzungen der Geschäftsperspektiven nicht ganz frei von Einflüssen der aufkommenden Finanzmarkturbulenzen gewesen sein. So haben die deutlichen Einbrüche an den Weltbörsen die Prognosen sicherlich negativ beeinflusst, sodass der Rückgang aus konjunktureller Sicht überzeichnet ist. Auch könnte der jüngst ausverhandelte Koalitionsvertrag zur Eintrübung beigetragen haben. Im Vergleich zu den Geschäftsperspektiven hat sich die Einschätzung der aktuellen Lage wenig verschlechtert. Dieser Teilindex sank um 1,4 Punkte auf 126,3 Zähler.

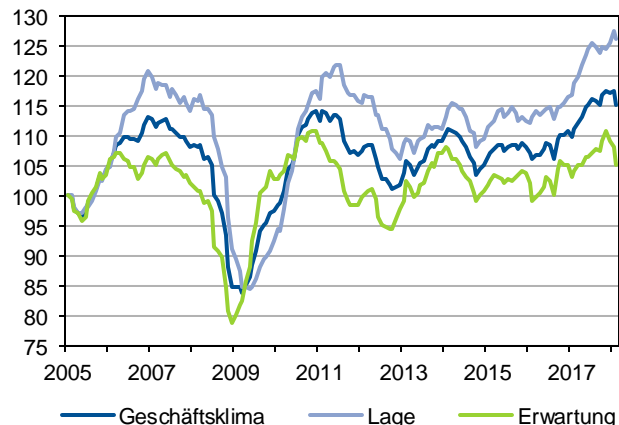
Die Einkaufsmanagerindizes weisen die gleichen Vorzeichen auf. Nach vorläufigen Angaben sank der Gesamteinkaufsmanagerindex (Composite) im Februar um 1,6 Punkte auf 57,4 Punkte. Der niedrigere Wert des Gesamtindex beruht dabei auf Rückgängen in den Sektoren Verarbeitendes Gewerbe, dessen Index um 0,8 Punkte auf 60,3 Zähler nachgab, und Dienstleistungen, deren Index um 2,0 Punkte auf 55,3 Zähler sank. Das gleiche Bild zeigt sich in Frankreich. Insgesamt fielen auch die Einkaufsmanagerindizes deutlicher als dies erwartet worden war, was im Hinblick der euphorischen Jahresendralley eher als gesunde Korrektur zu werten ist.

Die Einkaufsmanagerindizes weisen die gleichen Vorzeichen auf. Nach vorläufigen Angaben sank der Gesamteinkaufsmanagerindex (Composite) im Februar um 1,6 Zähler auf 57,4 Punkte. Der niedrigere Wert des Gesamtindex beruht dabei auf Rückgängen in den Sektoren Verarbeitendes Gewerbe und Dienstleistungen.

... Fortsetzung des Aufschwungs ist aber nicht gefährdet

ifo Geschäftsklima, 2005 = 100

saison- und kalenderbereinigt

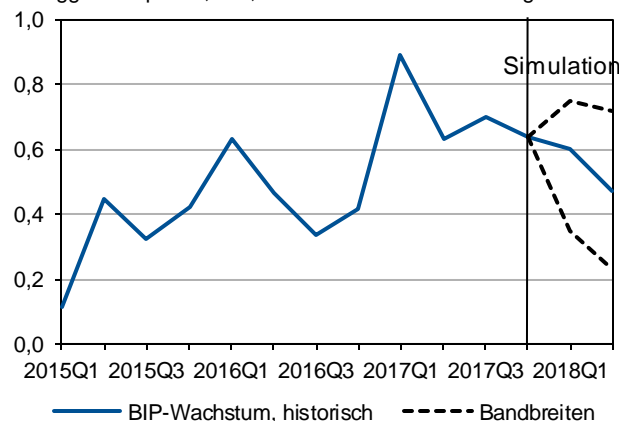


Quelle: ifo



Deutsches BIP: IKB-Prognose auf Basis des ifo Index

in % ggb. Vorquartal; real, saison- und kalenderbereinigt

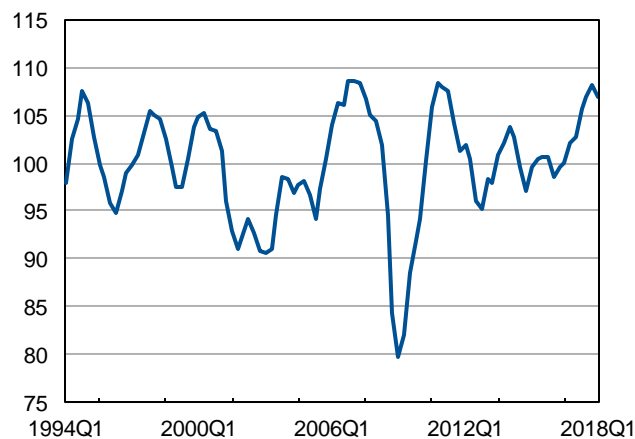


Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Simulation



Trendbereinigtes ifo Geschäftsklima, 2005 = 100

kalender- und saisonbereinigt, Quartalswerte



Quellen: ifo; IKB-Berechnung



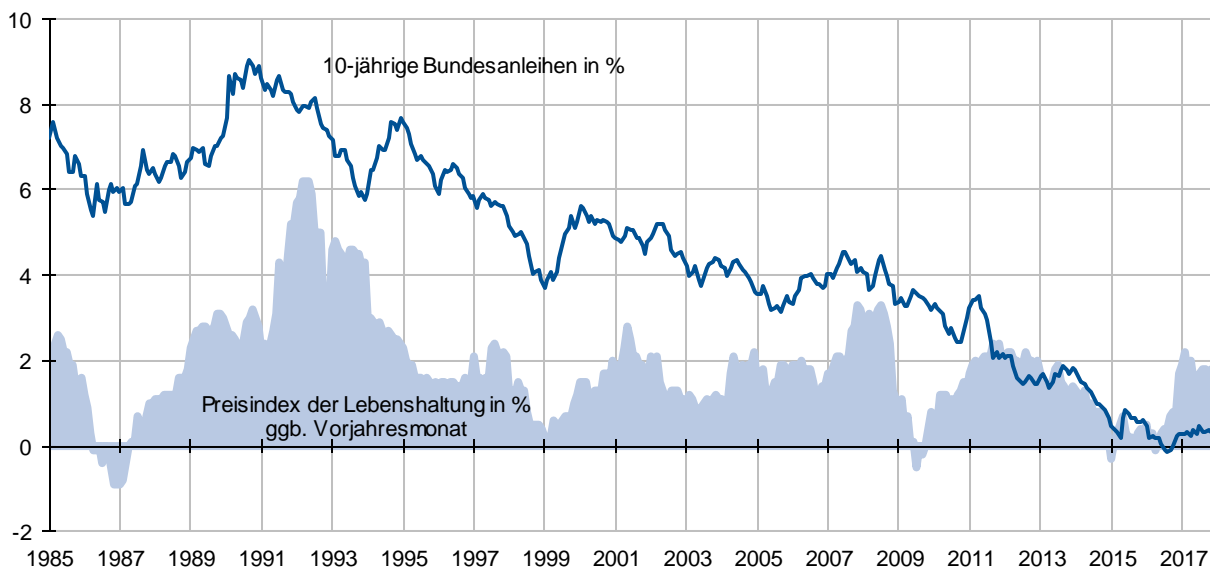
Der Index für das Verarbeitende Gewerbe gab um 0,8 Punkte nach, und der Dienstleistungs-Index um 2,0 Zähler. Für die Euro-Zone insgesamt sank der Einkaufsmanagerindiz deutlicher als dies erwartet worden war, was im Hinblick der euphorischen Jahresendrally eher als gesunde Korrektur zu werten ist.

Der ifo Index ist eine nicht stationäre Zeitreihe und in seiner Entwicklung durch einen positiven Trend gekennzeichnet, sodass den absoluten Niveaus wenig Bedeutung geschenkt werden sollte. Die statistisch bedeutende Erklärungskraft liegt in der Veränderung des Index. Auch ist die Aussagekraft für das Folgequartal am höchsten. Sprich: Aus dem ifo Index für das erste Quartal 2018 lässt sich der wahrscheinliche BIP-Wachstumsverlauf des zweiten Quartals ableiten. Die mittlere Abbildung zeigt die auf Basis der Veränderungen des ifo Geschäftsklimas von der IKB erwartete BIP-Wachstumsspanne für das erste und zweite Quartal 2018. Für März 2018 erwartet die Bank einen weiteren, wenn auch moderaten Rückgang des ifo Index. Im Vergleich zu Januar hat sich das BIP-Wachstum kaum verändert, auch wenn der ifo Index etwas stärker zurückgegangen ist als dies im vorigen Monat für das erste Quartal angenommen worden war. Wie bereits im Januar angedeutet, erwartet die IKB weiterhin eine Wachstumsverlangsamung im zweiten Quartal 2018.

Trotz des Dämpfers ist die Stimmung der Unternehmen nach wie vor außerordentlich gut, und der ifo Index bewegt sich auf extrem hohen Niveaus. Auch wenn der positive Trend aus dem ifo-Verlauf herausgerechnet wird, ergibt sich eine immer noch gute, wenn auch weniger euphorische Stimmung in der deutschen Wirtschaft. Zudem deutet der trendbereinigte ifo Index auf eine mögliche Stimmungswende hin. Dies mag sicherlich noch kein Indiz eines konjunkturellen Abschwungs sein. Es ist allerdings ein Hinweis darauf, dass die BIP-Wachstumsdynamik im Verlauf von 2018 etwas nachlassen könnte. Die IKB erwartet ein kalenderbereinigtes BIP-Wachstum von rund 2,3 % für 2018, was leicht unter dem Wachstum von 2017 (2,5 %) liegen würde. Das Prognoserisiko ist ausgeglichen.

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

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

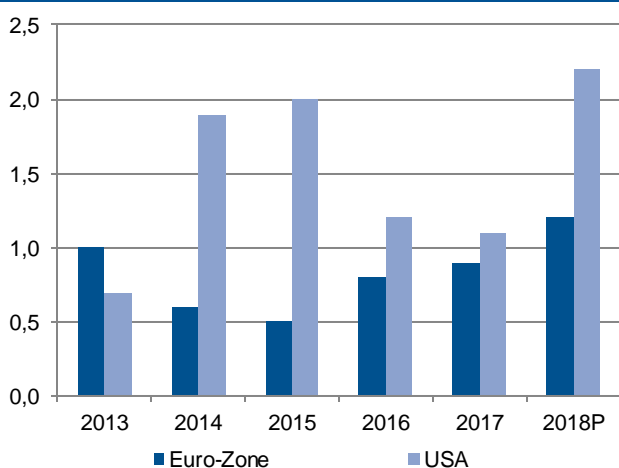


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Inflationsängste sorgen für Volatilität auf den Zinsmärkten, ...

Lohnstückkosten in % zum Vorjahr



Quelle: EU-Kommission



Der jüngste Anstieg der Inflationsraten hat überrascht und für Nervosität auf den Zinsmärkten gesorgt. So sind langläufige Renditen in den USA und der Euro-Zone relativ deutlich angezogen. Sorgen über eskalierende Lohnkosten in Folge eines anhaltend guten Arbeitsmarktes und eines andauernden, guten globalen Konjunkturmilieus nehmen zu. Zwar gab es diese schon länger, allerdings war bis dato trotz der niedrigen Arbeitslosenquote kein bedeutender Preis- bzw. eskalierender Lohnkostendruck zu beobachten. Mit dem guten Konjunkturausblick und der steigenden Erwerbsquote wird nun richtigerweise mit einer anziehenden Inflation gerechnet – vor allem in den USA.

Wie nachhaltig dieser Anstieg ausfällt, hängt entscheidend von dem globalen und dem US-amerikanischen Nachfragewachstum ab. Denn nur mit einer robusten Nachfrage wird der Lohndruck zu einem allgemeinen Preisschub und damit zu höherer Inflation führen. Ist die Nachfrage eher schwach, werden es vor allem die Gewinnmargen der Unternehmen sein, die steigende Lohnkosten absorbieren müssen. Die robuste US-Endnachfrage im vierten Quartal 2017 stärkt die Erwartung, dass sich der Lohndruck allmählich in Preiserhöhungen von finalen Gütern widerspiegeln sollte. Die US-Konjunktur ist grundsätzlich in guter Verfassung – mit oder ohne bedeutende Impulse aus der Steuerreform, und Unternehmer und Konsumenten haben nach wie vor Vertrauen in die US-Wirtschaft. So betrug das gesamtwirtschaftliche Wachstum im vierten Quartal auf Jahresbasis 2,5 % – hauptsächlich getrieben durch den privaten Konsum. Der Konjunkturausblick für 2018 und 2019 gibt damit Raum für mehrere Zinsanhebungen der Fed. Auch ist die Korrektur am langen Ende der Zinskurve aus fundamentaler Sicht in den USA und der Euro-Zone (Bundrenditen) durchaus nachvollziehbar; denn die absoluten Zinsniveaus waren angesichts der nun schon länger anhaltenden gut laufenden Konjunktur zu niedrig. Mit der Korrektur am langen Ende der US-Zinskurve scheinen die Zinsmärkte nun endlich an einen nachhaltigen Anstieg der Zinsen bzw. einen Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik zu glauben.

... doch nur eine gut laufende US-Konjunktur wird der Fed ausreichend Raum geben

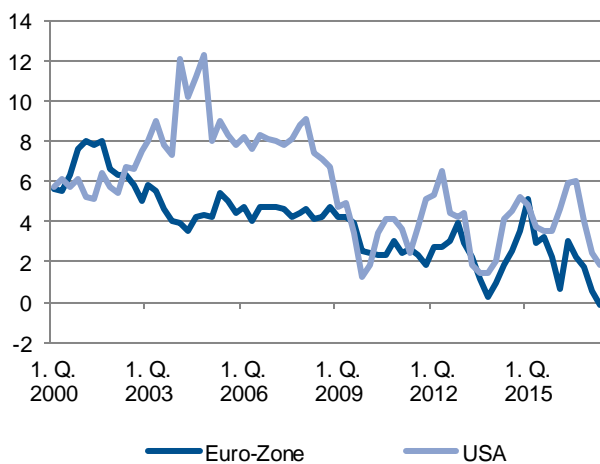
Zinsdifferenzial (10jährige US-Treasury und Bunds)



Quellen: Bloomberg; IKB-Berechnung



Kreditvergabe an den Privatsektor in % zum Vorjahr



Quelle: BIZ



Euro-US-Dollar Wechselkurs (1 Euro = ... US-Dollar)



Quelle: Bloomberg



So haben sich inzwischen die Erwartungen von drei bis vier Zinsanhebungen der Fed in 2018 und weiteren in 2019 gefestigt. Doch vor allem für die Zinserhöhungen im Jahr 2019 bedarf es eines anhaltend robusten US-Konjunkturbildes. Zwar kann dieses für 2018 und 2019 auch in Folge der Steuerreformen durchaus unterstellt werden, der mittelfristige Ausblick ist allerdings deutlich un-sicherer. So sind selbst Zinssenkungen der Fed in 2020 nicht völlig auszuschließen.

Das Differenzial zwischen langfristigen US- und Bundrenditen bleibt relativ weit. Dennoch ergab sich bis dato kein bedeutender Aufwertungsdruck für den US-Dollar. Dies mag daran liegen, dass zwar die US-Zinsen steigen, doch sind diese weniger das Resultat einer guten Konjunktur, sondern eher das einer Sorge vor einer anziehenden US-Inflation. Die Möglichkeit einer steigenden Inflation ohne guten Konjunkturverlauf ist in einer global vernetzten Wirtschaft eher zu vernachlässigen.

Gleiches gilt für die Befürchtung, dass die Inflation relativ plötzlich und deutlich zulegt in Folge eines Angebotschocks. Hierfür bedarf es nicht nur drastischer Lohnkostenerhöhungen, sondern auch einer Geldmengenausweitung, die sich in der Realwirtschaft widerspiegelt – vor allem, wenn sich der Inflationsanstieg als nachhaltig erweisen sollte. Dies ist aktuell kaum erkennbar. Zwar haben Notenbanken ihre Bilanz deutlich ausgeweitet, doch das Kreditwachstum in der Euro-Zone und den USA deutet aktuell auf keine überschüssige und somit potenzial inflationäre Geldmengenausweitung hin. Dies zeigen auch die Renditemärkte. Zwar sind Renditen gestiegen; doch aktuelle Niveaus spiegeln die Möglichkeit eines überraschend und nachhaltigen Inflationsanstiegs kaum wider.

Das Risiko vor einer eskalierenden US-Schuldendynamik angesichts steigender Zinsen sollte nicht überbetont werden. Denn erhöht sich die Schuldenquote als Folge einer schwachen Konjunktur, wird die Fed wenig Raum für Zinsanhebungen finden. (s. Beitrag S. 10). Aufgrund des sich ausweitenden US-Haushaltsdefizits werden allerdings die Sorgen über die US-Schuldentragfähigkeit kurzfristig bestehen bleiben, was einer bedeutenden Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro entgegenwirken sollte.

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

Notenbankpolitik: Erneut in der Kritik – aus der Krise nichts gelernt?

Wieder einmal kritisieren Volkswirte*, die Notenbankpolitik sorge aktuell für Instabilität auf den Finanzmärkten und die Gefahr einer erneuten Krise sei deshalb besonders groß. Seit Jahren pumpen die Notenbanken billiges Geld in die Real- und Finanzwirtschaft, verursachen einen gigantischen Schuldenaufbau und fördern ein exzessives Kreditwachstum. All dies führe zu keinem nachhaltigen Wachstum, sondern verursache nur die nächste Krise. Die Notenbanken schaffen mit ihrer Zinspolitik und ihren Aufkaufprogrammen die Rahmenbedingungen für immer höhere Schuldenquoten.

Was sollten die Notenbanken nach Meinung der Kritiker tun? Höhere Zinsen verbessern die Schuldentragfähigkeit des Privat- und Staatssektors jedenfalls nicht und belasten zudem das Wirtschaftswachstum. Sparreize und höhere Belastungen für Hochverschuldete sind ebenfalls alles andere als nachhaltig und stabilisierend; Voraussetzung für den Abbau von Schuldenquoten sind hingegen niedrige Zinsen und hohes nominales Wirtschaftswachstum. Beides ist aktuell gegeben. Das reale Welt-BIP ist seit der Finanzkrise um fast 25 % gestiegen, und viele Volkswirtschaften befinden sich aktuell in einer der historisch längsten Wachstumsphasen. Empirische Analysen zeigen, dass in erster Linie ein schwaches Wirtschaftswachstum zu einer Verschärfung der Schuldensituation von Staaten führt. Nimmt die Wachstumsdynamik hingegen zu, reduzieren sich die Schuldenquoten (siehe *IKB-BarometerSpezial, Oktober 2016*). Es gibt deshalb keine Alternative zur aktuellen Geldpolitik, um deutliche Korrekturen und wirtschaftliche Krisen zu verhindern. Denn die Notenbank ermöglicht durch ihre Niedrigzinspolitik eine nachhaltige Schuldentragfähigkeit der Staaten und erhöht somit perspektivisch den Handlungsspielraum der Fiskalpolitik. Mit dem positiven Konjunktur- und Zinsumfeld schafft sie einen Rahmen für stärkere Investitionsaktivitäten und sinkende Staatsschuldenquoten. Die auf die Finanzkrise folgende Staatsschuldenkrise resultierte unter anderem aus einer zunächst zurückhaltenden Reaktion der EZB.

Was waren wiederum die Ursachen der Finanzkrise von 2008? Haben die Notenbanken mit ihrer Geldpolitik für eine Geldschwemme, Blasen, Fehlallokationen und somit für den Aufbau von notleidenden Krediten in den Bankbüchern gesorgt? Dies ist sicherlich nicht völlig abzustreiten, doch hat die Deregulierung der Banken und Finanzmärkte in den 1990er-Jahren ebenfalls eine bedeutende Rolle gespielt. Selbst wenn eine geldpolitische Ausrichtung zu einer Krise führt, heißt das nicht, dass die Fortführung dieser Politik nach Eintritt der Krise falsch sein muss.

Die Frage ist eher, wann sich eine Notenbank von ihrer Krisenpolitik verabschieden und wieder zum „normalen Modus“ zurückkehren sollte. Zunächst ist es sinnvoll, diesen Modus angesichts neuer Herausforderungen für die Notenbanken zu definieren. Immer wieder wird kritisiert, dass Notenbanken seit der Krise mit ihrem Aktionismus den Rahmen ihres Mandates weit überspannen – auch weil Deflationsrisiken schon lange kein Thema mehr sind. Dabei ist zu beachten, dass Notenbanken primär dafür geschaffen wurden, um in Krisenzeiten Liquidität bereitzustellen. So war 1907 die Bankenkrise in den USA der entscheidende Grund für die Errichtung der Fed im Jahr 1913. Auch die Bank of England – die älteste Notenbank der Welt – wurde aufgrund eines Liquiditätsbedarfs geschaffen. Bereits damals gab es die Regel, dass das Parlament über die Geldmengenausweitung (vor allem für Kredite an die britische Krone) bestimmt. Die Unabhängigkeit der Währungshüter und das Erreichen von Preisstabilität standen nicht im Vordergrund. Das reine Inflationsmandat und das explizite Inflationsziel sind eher das Ergebnis der jüngeren Entwicklung und resultieren vor allem aus der Zeit hoher Inflationsraten während der 1970er- und 1980er-Jahre. So sind die Aufgaben der Notenbanken immer im Kontext der sozialen und volkswirtschaftlichen Herausforderungen zu sehen und nicht von Mandaten, die oftmals nicht mehr zeitgemäß sind. Auch unterscheidet sich die aktuelle Politik grundsätzlich nicht vom früheren Verhalten der Notenbanken, in Krisenzeiten immer für eine ausreichende Liquidität zu sorgen. Vor allem die große Depression Ende der 1920er-Jahre hat sehr deutlich gezeigt, was eine restriktive Geldpolitik mit der Folge einer reduzierten Geldmenge während und nach einer Krise für die Realwirtschaft bedeuten kann.

Problematisch mag die Effektivität der Geldpolitik in dem Sinne sein, dass immer mehr Maßnahmen im größeren Umfang (negative Zinsen, Volumen der Aufkaufprogramme) umgesetzt werden müssen. Da sich noch

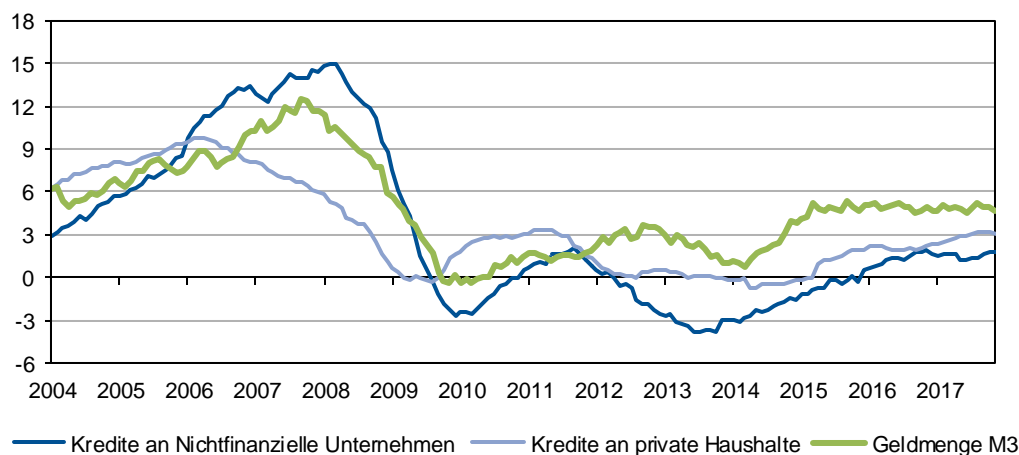
* s. Finanzen.net vom 24. Januar 2018: „Aus der Krise 2008 nicht gelernt: Zentralbank-Experte sieht globales Finanzsystem in Gefahr“ (<https://www.finanzen.net/nachricht/aktien/34-perfect-storm-34-aus-der-krise-2008-nichts-gelernt-zentralbank-experte-sieht-globales-finanzsystem-in-gefahr-5930037>)

immer keine beschleunigende Inflationsdynamik zeigt, sind deutliche Korrekturen in der Zinspolitik auch weiterhin nicht angebracht. Denn eine ambitionierte Straffung der Geldpolitik würde deutlich negative Konsequenzen für Konjunktur und Schuldenquoten mit sich bringen.

Wie sind die negativen Nebenwirkungen der aktuellen Geldpolitik einzuschätzen? Güterpreisinflation ist nicht zu erkennen, aber Vermögenspreisinflation scheint offensichtlich zu sein. Ist die Sorge vor einem instabilen Finanzsystem und damit einer Gefahr für die Realwirtschaft berechtigt? In den USA steigen die Zinsen nun schon länger, und der Aktienmarkt bleibt weiterhin robust. Sorgen über einen „Crash“ scheinen hier unangebracht; diese wären nur bei starken Zinsanstiegen gerechtfertigt. Die Notenbankpolitik bringt allerdings bedeutende Verteilungseffekte mit sich und stellt den Staat damit vor erhebliche Herausforderungen. Dies gilt auch für die seit Jahren deutlich steigenden Immobilienpreise in Deutschland mit der Folge bedeutender Vermögenseffekte. Die Bekämpfung der negativen Verteilungswirkung erfordert aber keine steigenden Zinsen, sondern einen Staat, der die niedrigen Zinsen nutzen sollte, um das Angebot an Wohnraum in Deutschland aktiv auszuweiten. Auf globaler Ebene steht vor allem die Fed in der Kritik, deren Geldpolitik Probleme für die Schwellenländer mit sich bringt (s. *IKB-Kapitalmarkt-News 29. Januar 2018*). Doch spricht das für eine frühere Beendigung der Geldpolitik oder ist das eher eine Bestätigung für graduelle Anpassungen, auf die sich die Märkte einstellen können?

Nur ein deutlicher Anstieg der Geldmenge würde die zögerliche Haltung von Notenbanken in Frage stellen. Diese Geldmengenausweitung impliziert allerdings eine boomende Realwirtschaft, die es der Notenbank ermöglichen würde, ihre geldpolitische Wende voranzutreiben. Doch davon scheinen wir in der Euro-Zone noch weit entfernt zu sein.

Abb. 1: Euro-Zone: Kreditvergabe und Geldmenge, in % zum Vorjahr



Quellen: EZB; IKB

Fazit: Notenbanken stehen anhaltend in der Kritik, die nächste Krise durch ihre geldpolitische Ausrichtung zu fördern. Doch aktuell würde eine straffere Geldpolitik den realwirtschaftlichen Ausblick deutlich eintrüben, die Schuldentragfähigkeit in Frage stellen und somit eine real- und finanzwirtschaftliche Krise heraufbeschwören. Denn es sind steigende und nicht niedrige Zinsen, die im derzeitigen Umfeld Zweifel an einer nachhaltigen Erholung hervorrufen würden. Auch der schon länger prophezeite Einbruch der Finanzmärkte ist bis dato ebenfalls nicht eingetreten. Dafür wären vor allem steigende Zinsen notwendig. So gibt es derzeit kein Argument für ambitionierte Erhöhungen der Notenbankzinsen und auch nicht dafür, dass die aktuelle weltweite Geldpolitik die nächste Krise einleitet. Nur eine zu ambitionierte Wende der Geldpolitik könnte dies erreichen.

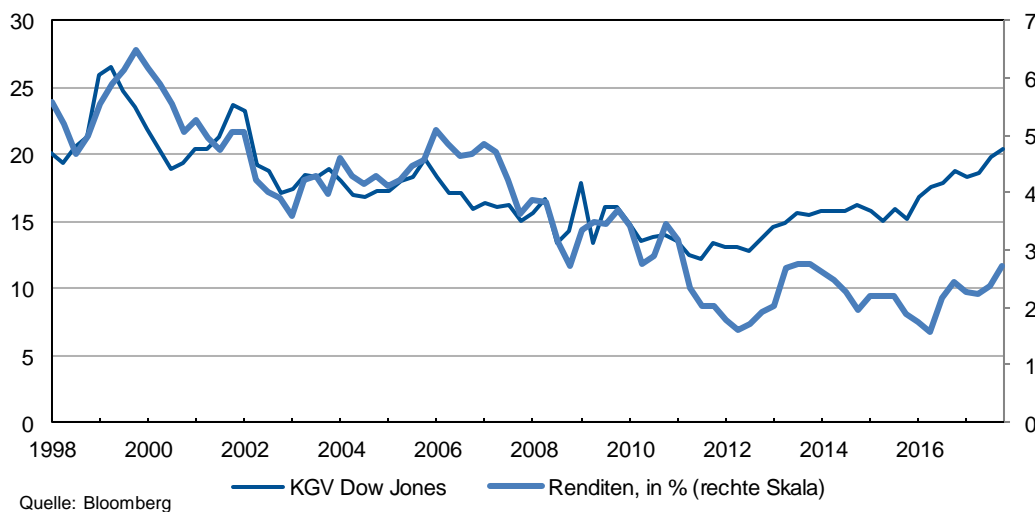
Dr. Klaus Bauknecht, Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Aktienmärkte: Stützen steigende Renditen Aktienbewertungen?

In den letzten Jahren lief es sehr gut für die Aktienmärkte. Zum einen stiegen die Unternehmensgewinne aufgrund der anhaltend guten Konjunktur. Zum anderen sanken die risikofreien Renditen durch die Zinspolitik sowie verschiedene Aufkaufprogramme der Notenbanken auf sehr niedrige Niveaus. Auch 2017, als die deutsche Wirtschaft kalenderbereinigt mit 2,5 % das höchste Wachstum seit sechs Jahren zeigte, beflügelte dieses Umfeld den Aktienmarkt. Nun schreitet die geldpolitische Wende aber auf beiden Seiten des Atlantiks in unterschiedlichem Tempo voran, und risikofreie Renditen haben sich von ihren Tiefständen in den USA und in der Euro-Zone (z. B. Bundrenditen) verabschiedet.

Zwar ist davon auszugehen, dass die Geldpolitik auch weiterhin grundsätzlich unterstützend sein wird und keine geldpolitische Straffung zur Abkühlung der Konjunktur in die Wege leitet. Allerdings befürchten viele Marktbeobachter einen stärkeren Inflationsanstieg, der die Notenbanken zu Zinsanhebungen zwingen könnte. Jüngste Reaktionen der Aktienmärkte brachten diese Befürchtungen zum Ausdruck. Daher stellt sich die Frage: Wie beeinflussen risikofreie Renditen die Bewertungen der Aktienmärkte? Geht von steigenden Renditen trotz guter Konjunktur ein erhöhtes Risiko für die Aktienkurse aus?

Abb. 1: KGV des Dow Jones und Renditen 10-jähriger US-Anleihen



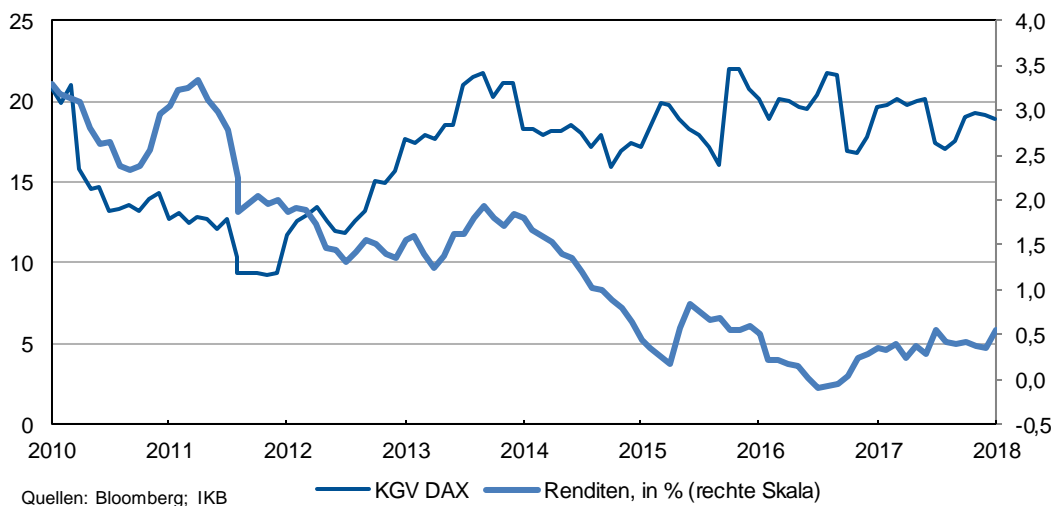
Egal, ob tägliche, monatliche oder vierteljährliche Veränderungen im Fokus stehen, die empirischen Ergebnisse sind eindeutig: Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des Dow Jones und die risikofreien Renditen (hier 10-jährige US-Renditen) haben ein positives Verhältnis zueinander. Steigen die Renditen, verbessert sich das KGV. Grund ist die Erwartung einer sich aufhellenden Konjunktur, die für eine Erhöhung der Renditen und eine Verbesserung der Aktienbewertungen sorgt. Deshalb bleibt das Umfeld für den US-Aktienmarkt weiterhin positiv, da zunehmende Renditen eher eine Bestätigung als eine Gefahr für die Konjunktur darstellen. Auch werden die Renditen nur dann weiterhin ansteigen, wenn die Fed die Zinsen nachhaltig anhebt. Hierfür muss sich der konjunkturelle Aufschwung allerdings fortsetzen. Eine Situation, in der die Renditen sowohl die Konjunktur als auch den Aktienmarkt unter Druck setzen, ist aktuell nicht zu erwarten. Denn die Gefahr steigender Zinsen aufgrund anziehender Inflation bei gleichzeitigem Konjunkturerinbruch (genannt Stagflation) ist dank der globalen Vernetzung der Angebotsseite eher gering, da sie einen hohen Wettbewerb sicherstellt und den lokalen Preisdruck durch Lohnkosten dämpft. Das Risiko, dass die Fed trotz schwacher Konjunktur zu Zinsanhebungen genötigt werden könnte, ist deshalb zu vernachlässigen. Es bleibt die lokale Nachfrage, die für die Inflationsentwicklung und die Geldpolitik entscheidend ist.

Problematisch könnte es werden, wenn steigende Löhne den Gewinnausblick belasten und gleichzeitig eine geldpolitische Reaktion nötig wird. So sollte eher der zunehmende Lohndruck, der in Deutschland und den USA durchaus eine Rolle spielt, eine Herausforderung darstellen – und nicht steigende Renditen. Allerdings reagieren Notenbanken wie die Fed oder die EZB nicht auf steigende Lohnstückkosten, sondern auf Inflation. Und Lohnkosten führen nur dann zu höherer Inflation, wenn Unternehmen ihre Gewinnmargen halten können bzw. wenn es ausreichend Nachfrage gibt, um den Preisdruck weiterzuleiten. Ein Szenario aus steigenden Lohnstückkosten, hohem Margendruck für die Unternehmen und Zinsanhebungen der Notenbank ist

deshalb unwahrscheinlich. Entsteht Inflation infolge eines Lohnkostendrucks, der eine Reaktion der Notenbank erfordert, ist dies ein Indiz für eine boomende Wirtschaft bzw. robuste Gewinnerwartungen.

Das positive Verhältnis zwischen US-Renditen und KGV-Bewertungen besteht nicht erst seit der Finanzkrise und ist damit kein Ergebnis der ultra-lockeren Geldpolitik. Auch vor der Finanzkrise, als die Fed sich weniger auf Konjunkturrisiken und mehr auf die Inflation fokussierte, unterstützten steigende Renditen das KGV des Dow Jones. Die Sorge, dass die Fed die Zinsen trotz eines schwachen Konjunkturmehls anheben muss und steigende Renditen die Bewertungen unter Druck setzen, scheint daher auch aus historischer Sicht unbegründet zu sein. Seit der Finanzkrise hat sich jedoch die Sensitivität des KGV auf eine Veränderung der US-Renditen reduziert. Steigende Renditen haben somit einen weniger großen Einfluss als noch vor der Finanzkrise. Dies mag daran liegen, dass die Veränderungen der Renditen bei niedrigen Zinsniveaus an Bedeutung gewonnen haben. Insgesamt ist die Wahrscheinlichkeit gering, dass der Dow Jones infolge steigender Renditen und vor allem nach Jahren einer außerordentlich unterstützenden Geldpolitik unter Druck geraten könnte. Da jedoch die statistisch bedeutende Beziehung zwischen Renditen und US-Aktienbewertungen nicht nur für monatliche und vierteljährliche Entwicklungen gilt, sondern auch für tägliche Veränderungen, ist aufgrund der Nervosität an den Zinsmärkten durchaus mit größerer Volatilität auf den US-Aktienmärkten zu rechnen.

Abb. 2: KGV des DAX und Renditen 10-jähriger Bundesanleihen



Beim DAX ist das Verhältnis zwischen Bundrenditen und KGV-Bewertungen weniger eindeutig. Zum einen hat eine Veränderung der Bundrenditen deutlich weniger Einfluss auf das KGV des DAX als die US-Renditen auf den Dow Jones. Zum anderen kann selbst eine statistisch bedeutende Beziehung zwischen den Variablen nicht bestätigt werden. Dies gilt für die Phase vor und nach der Finanzkrise. Diese Ergebnisse bedeuten, dass die Wirkung einer geldpolitischen Wende in Europa für die Bewertungen des DAX nicht überbetont werden sollte und dass steigende risikofreie Renditen nicht unbedingt eine Überwertung des DAX und damit ein erhöhtes Korrekturpotenzial signalisieren. Wie beim Dow Jones ist auch für den DAX entscheidend, dass Renditen nur mit einem anhaltend guten konjunkturellen Ausblick steigen. Deshalb stützt diese Entwicklung die Aktienbewertungen in den USA, während sie im Falle des DAX zumindest keinen negativen Einfluss hat.

Fazit: Steigende Zinsen und die Möglichkeit einer anziehenden Inflation beunruhigen die Aktienmärkte. Werden die steigenden risikofreien Renditen die Aktienbewertungen unter Druck setzen? Die Ursachen für den Renditeanstieg und das konjunkturelle Umfeld sind bei der Beantwortung dieser Frage einzubeziehen. Renditen erhöhen sich vor allem in Erwartung einer nachhaltigen geldpolitischen Straffung, die wiederum auf einen anhaltend guten Konjunkturausblick zurückzuführen ist.

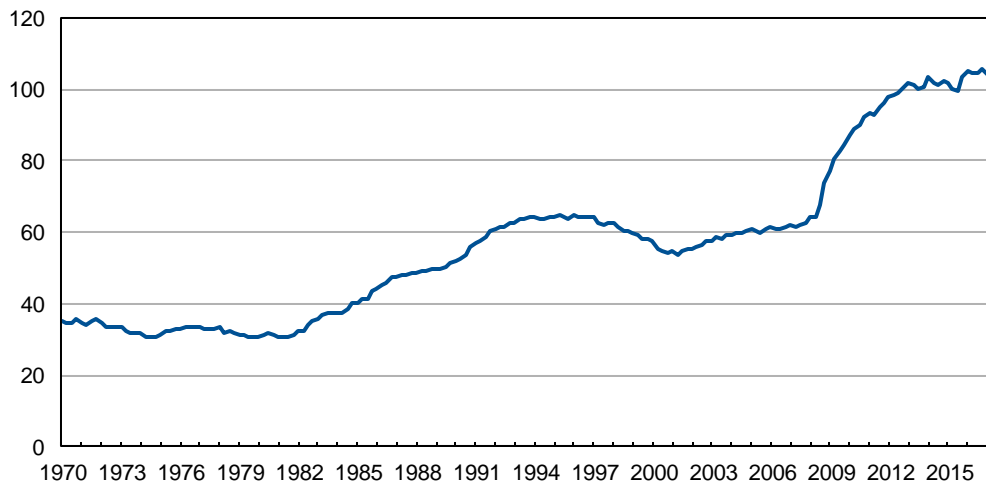
Aus diesem Grund deutet ein Anstieg der US-Renditen auf ein steigendes Kursgewinnverhältnis des Dow Jones hin, was sich empirisch belegen lässt. Im Falle des DAX ist die Beziehung zwar weniger ausgeprägt, doch auch hier stellen die zunehmenden Renditen im aktuellen konjunkturellen Kontext keinen Risikofaktor für die Aktienbewertungen dar.

US-Staatsschulden: Ist die Schuldenfähigkeit gefährdet?

Nervosität angesichts von sich ausweitendem US-Haushaltsdefizits und Fed-Zinsanhebungen

Die Märkte sind über das sich ausweitende US-Haushaltsdefizit besorgt. So interpretieren einige Kommentatoren die aktuell steigenden US-Renditen als Vertrauensverlust der Zinsmärkte in die Tragfähigkeit der US-Verschuldung. Auch wird befürchtet, die USA könnten aufgrund ihrer hohen Verschuldung an Glaubwürdigkeit gegenüber der internationalen Gemeinschaft verlieren. Nicht nur die als prozyklisch angesehene Politik von Trump schürt die Diskussionen zusätzlich, sondern auch eine Fed, die womöglich schneller als aktuell erwartet auf die Bremse treten muss und so die Zinsen nach oben treibt. Doch sind Zweifel an der US-Schuldenfähigkeit infolge steigender Zinsen tatsächlich angebracht?

Abb. 1: US-Staatsverschuldung, in % des BIP



Quelle: FRED

Steigende Renditen – keine Belastung für die US-Schuldenquote

Renditen können grundsätzlich aus zwei Gründen zulegen – als Reaktion auf eine entsprechende Geldpolitik bzw. Inflationsentwicklung oder aufgrund höherer Risikoprämien –, wenn die Märkte mit einer zunehmenden Ausfallwahrscheinlichkeit rechnen. Letzteres ist häufig bei Schwellenländern mit hohen Schuldenquoten und großen Haushaltsdefiziten der Fall; auch deshalb, weil viele Schwellenländer ihre Defizite von Staatshaushalt und der Leistungsbilanz über Fremdkapital finanzieren. Empirisch lässt sich eine entsprechende Entwicklung für die USA allerdings kaum überzeugend belegen. Dort besteht eine eindeutig negative Beziehung zwischen Zinsen und Schuldenquote: Hohe Zinsen gehen mit einer niedrigeren Schuldenquote einher; steigt die Schuldenquote hingegen, ist dies mit niedrigeren Zinsen verbunden. Beides ist konsistent mit der Sichtweise, dass eine hohe Schuldenquote und niedrige Zinsen das Ergebnis eines schwachen Wirtschaftswachstums sind. Gemäß volkswirtschaftlicher Regeln müsste eine zunehmende Schuldenquote zu höheren Zinsen führen, da es Verdrängungseffekte gibt und die Zinsen bei einer konstanten realen Geldmenge steigen müssen, um das Gleichgewicht wieder herzustellen (Crowding-out-Effekt). In der Realität ist die Geldmenge jedoch in erster Linie abhängig von der Notenbank und wird durch diese aktiv – falls notwendig, auch massiv – ausgeweitet. Dies war zurzeit der Euro-Krise nicht anders. Die Zinsen sind in Folge der schwachen Wirtschaftsdynamik und des daraus folgenden Anstiegs der Schuldenquoten dank der EZB-Politik deutlich gesunken.

Für ein Land, dessen Glaubwürdigkeit nicht in Frage steht, weil die eigene Notenbank mit dem Monopol der Geldschöpfung ausgestattet ist, können steigende Zinsen in der Regel nicht die Schuldenfähigkeit des Staates gefährden. Legen die Zinsen aufgrund anziehender Inflation zu, ist dies verbunden mit einem stärkeren Wirtschaftswachstum, das zu einer sinkenden Schuldenquote führen wird. Steigt die Schuldenquote infolge einer schwachen wirtschaftlichen Dynamik, wird die Geldpolitik mangels Inflationsdruck die Zinsen niedrig halten. Schuldenquote und Zinsen werden nicht gleichzeitig steigen; selbst aktuell nicht, wo befürchtet wird, dass sich das US-Defizit bei guter konjunktureller Entwicklung ausweitet, während die Inflationsdy-

namik auf mehrere Fed-Zinsschritte hindeutet und die US-Wirtschaft womöglich Überhitzungstendenzen zeigen könnte. Auch die IKB erwartet für 2018 drei Zinsschritte der Fed. Doch hebt diese die Zinsen nachhaltig in Folge steigender Inflation an, so deutet dies auf ein hohes nominales BIP-Wachstum, was die Schuldenquote senken wird. Auch hier scheinen die empirischen Schätzungen eindeutig: Verbessert sich das Wirtschaftswachstum, sinkt die US-Schuldenquote. Doch was ist mit der Möglichkeit, dass sich das Haushaltsdefizit ausweitet und dennoch kein zusätzliches Wachstum generiert wird? Dann werden die Zinsen dementsprechend niedrig bleiben. Allerdings deuten Schätzungen darauf hin, dass sich der Einfluss der Wirtschaftsdynamik auf die Schuldenquote seit der Finanzkrise im Vergleich zu den vorigen Jahrzehnten eher verstärkt zu haben scheint. Sprich: Ein Prozentpunkt mehr Wirtschaftswachstum führt zu einer stärkeren Senkung der Schuldenquote, als dies vor der Finanzkrise der Fall war. Manche Analysten prognostizieren auch für 2019 drei Zinsanhebungen, erwarten aber gleichzeitig ein BIP-Wachstum in den Vereinigten Staaten von unter 2 %. Sollte sich diese Wachstumsprognose bewahrheiten, wird die Fed vor allem mit Blick auf 2020 keine drei Zinserhöhungen im nächsten Jahr vornehmen. Die IKB rechnet eher mit sinkenden US-Leitzinsen im Jahr 2020, als mit anhaltenden Anstiegen in den kommenden Jahren.

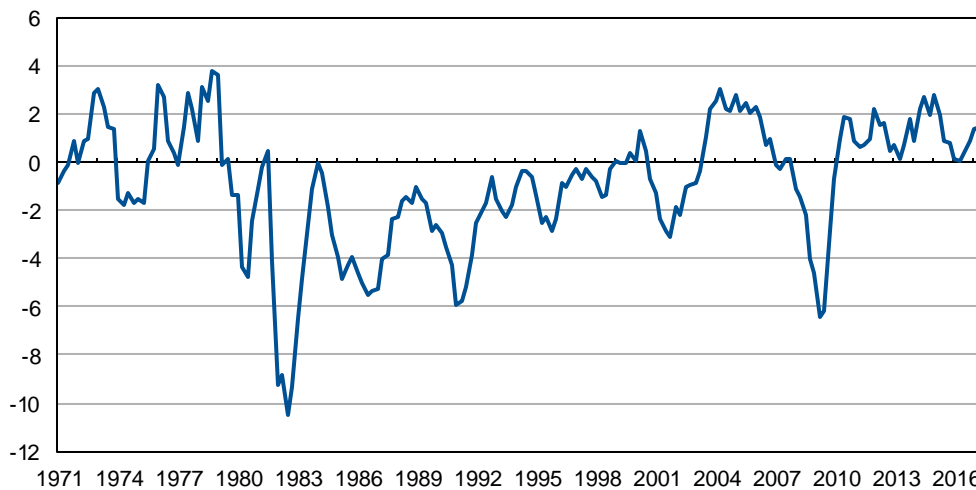
Zuweilen wird argumentiert, eine hohe bzw. steigende Schuldenquote belaste das Wirtschaftswachstum, da damit eine ineffiziente Allokation von Ressourcen verbunden sei: Der Staat investiert anstelle des Privatsektors. Doch auch hier fehlt es an überzeugenden empirischen Beweisen. So wird zwar behauptet, ab einer gewissen Schuldenquote werde die Wirtschaftsdynamik negativ beeinflusst. Ab wann eine solche Entwicklung eintreten könnte, ist aber alles andere als sicher. Dass Griechenland mit einer Schuldenquote von rund 180 % des BIP dieses Niveau überschritten hat, mag plausibel sein. Ob dies ebenfalls für eine US-Schuldenquote von rund 100 % gilt, ist deutlich weniger wahrscheinlich. Doch ist angesichts des soliden US-Wirtschaftswachstums überhaupt eine Ausweitung des Haushaltsdefizits angebracht? Aktuell steht die Trump-Regierung in der Kritik, trotz guter Konjunktur die Schuldenquote durch Stimulierungsmaßnahmen kurzfristig nach oben zu treiben und somit eine prozyklische Politik zu verfolgen. Doch ob dies in der Tat der Fall ist, hängt von der Interpretation der Daten ab. Die US-Wirtschaft ist 2017 um 2,3 % gewachsen und damit schwächer als die der Euro-Zone (2,5 %). Auch bleiben angesichts einer anhaltend niedrigen Erwerbsquote, trotz einer geringen Arbeitslosenquote von 4,1 %, viele Ressourcen in den USA ungenutzt.

Schuldentragfähigkeit: seit der Jahrtausendwende anhaltend gute Rahmenbedingungen

Die Sorge, die USA könnten bald ihren Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen, ist unbegründet. Die Fed hat das Monopol der Geldschöpfung – die Frage ist eher, was der US-Dollar bei Fälligkeit der Zahlung noch Wert sein könnte. Doch grundsätzlich ist es nicht das Zinsniveau, das den Wert einer Währung spiegelt, sondern das relative Wachstumspotenzial des Landes. Wie unterscheiden sich diesbezüglich die USA zum Beispiel von Ländern in der Euro-Zone, bei denen tatsächlich die Zinsen infolge eines Vertrauensverlustes stiegen und deren Schuldentragfähigkeit im Umfeld der Wirtschaftskrise sowie steigender Haushaltsdefizite nicht sichergestellt war? Den entscheidenden Unterschied machte die aktive US-Notenbankpolitik, während die EZB erst mit deutlicher Verzögerung eine angesichts der Wirtschaftslage jedoch notwendige geldpolitische Neuausrichtung einschlug.

Falls die Chinesen weniger US-Staatspapiere kaufen und deshalb die Renditen anfänglich steigen, so würde dies einer geldpolitischen Straffung gleichkommen und somit die Wahrscheinlichkeit für Fed-Zinsanhebungen in den Jahren 2018 und 2019 reduzieren. Ergibt sich durch einen reduzierten chinesischen Bedarf gleichzeitig eine US-Dollar-Schwäche, würde dies der geldpolitischen Straffung entgegenwirken und die Inflationsrate bzw. das nominale BIP-Wachstum stützen.

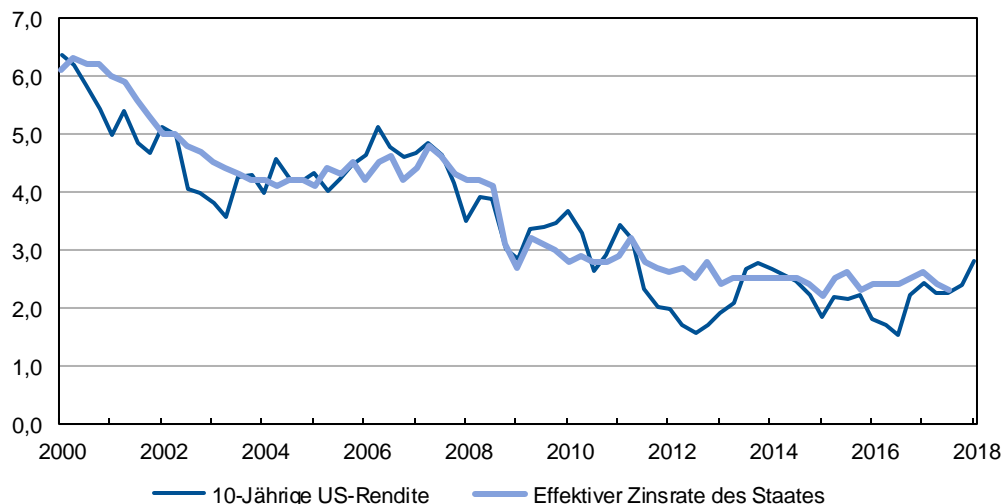
Abb. 2: Nominales BIP-Wachstum minus effektive Zinsrate des US-Staates, in %



Quellen: Fred, IKB Berechnungen

Entscheidend ist die Schuldentragfähigkeit und nicht die Höhe der Schuldenquote. Allerdings spielt auch das Haushaltsdefizit eine wichtige Rolle, und wie die Euro-Zone gezeigt hat, kann ein sich ausweitendes Haushaltsdefizit in Kombination mit schwachem Wirtschaftswachstum durchaus die Zinsmärkte bewegen und somit die Schuldendynamik weiter verschlechtern; zumindest so lange, bis die Notenbank eingreift. Doch für die USA hat sich die Schuldentragfähigkeit aufgrund der Zins- und Wachstumsdynamik der letzten Jahre verbessert: So liegt der effektive Zinssatz des Staates seit der Finanzkrise kontinuierlich unter dem nominalen BIP-Wachstum, was der US-Regierung Handlungsspielraum gibt. Abb. 2 zeigt, dass die USA keinen anhaltenden Primärüberschuss (Einnahmen minus Ausgaben ohne Zinszahlungen) benötigen, um ihre Schuldenquote zu stabilisieren. Die effektive Zinsrate des Staates liegt aktuell bei unter 2,5 %, während die US-Renditen weiter nach oben tendieren. Doch auch wenn sie, wie erwartet, in Kürze die 3 %-Marke erreichen bzw. durchbrechen und der effektive Zinssatz des Staates in den nächsten Jahren ebenfalls steigen sollte, wird dieser auch noch in den kommenden Jahren unter dem nominalen BIP-Wachstum liegen. Mit einer Inflationsrate zwischen 2 und 3 % sowie einem realen BIP-Wachstum ähnlicher Größe sollte die US-Wirtschaft nominal um 5 % zulegen. Zudem dürfte der Preisanstieg des BIP-Deflators kurzfristig höher liegen als der Anstieg des Verbraucherpreisindex, der importierte Güter beinhaltet. Denn steigende Lohnstückkosten sollten für die Preisentwicklung der lokalen Produktion wichtiger sein als für den Verbraucherpreisindex, der ein hohes Maß an importierten Gütern berücksichtigt. So wird die US-Regierung auf Sicht keine bedeutenden fiskalischen Sparmaßnahmen für die Sicherstellung ihrer Schuldentragfähigkeit vornehmen müssen.

Abb. 3: Rendite und effektive Zinsrate, in %



Quellen: Fred, IKB Berechnungen, 1. Quartal Schätzung

Fazit: Die Stimulierungsmaßnahmen der US-Regierung werden zunehmend kritisch betrachtet. Es wird argumentiert, sie würden prozyklisch wirken, zu steigenden Zinsen führen und so die Tragfähigkeit der bereits hohen US-Verschuldung gefährden.

Ein schwaches Wirtschaftswachstum mit gleichzeitig steigender Schuldenquote und ambitionierten Zinsanhebungen der Fed wird sich allerdings nicht ergeben. Denn steigen die Zinsen, ist dies ein Indiz für ein robustes US-Wirtschaftswachstum, das wiederum die Schuldenquote senken wird. Verpufft hingegen die Wirkung der Trumpschen Steuer- und Konjunkturpläne relativ schnell, sind deutliche Zinsanhebungen vor allem 2019 unwahrscheinlich.

Tabelle 1: US-Ausblick, Durchschnitts- bzw. Endwerte

	2018	2019
BIP-Wachstum in %	2,5	2,8
Inflation in %	2,8	2,5
10-Jahre U.S. Treasury in %	3,0	3,4
EUR/US-Dollar	1,24	1,23
Fed Funds Rate in %	2,00-2,25	3,00-3,25
Nominales BIP-Wachstum in %	5,5	5,6

Quellen: Deutsche Bundesbank; Federal Reserve Economic Data; IKB-Schätzungen

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

Daten auf einen Blick (28. Februar 2018)

Gesamtwirtschaft					
	Mrd. €	Reale Veränderung in % zum Vorjahr (kalenderbereinigt)			
	2017	2015	2016	2017	2018P
BIP	3.263,4	1,5	1,9	2,5	2,3
Privater Verbrauch	1.735,0	1,6	1,9	2,1	1,4
Staatsverbrauch	638,7	2,9	3,7	1,6	1,6
Ausrüstungsinvestitionen	214,6	3,0	2,1	4,9	4,7
Bauinvestitionen	322,7	-1,9	2,5	3,5	2,3
Exporte	1.542,1	4,7	2,4	5,3	5,7
Importe	1.293,7	5,2	3,8	5,6	5,6
Verbraucherpreise		0,2	0,5	1,7	1,8
Frühindikatoren					
Index* 2010 = 100	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Dez 17	Jan 18	Feb 18
ifo-Geschäftsklima	114,7	5,9	117,2	117,6	115,4
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Okt 17	Nov 17	Dez 17
Auftragseingänge**	117,8	1,4	122,4	122,3	126,9
Produktion und Handel**					
Index* 2010 = 100	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Okt 17	Nov 17	Dez 17
Verarbeitendes Gewerbe	115,7	3,6	114,9	119,9	119,0
Bauhauptgewerbe	134,5	6,8	133,0	136,6	129,0
Einzelhandel (ohne Kfz)	111,9	3,0	111,8	113,9	111,7
Außenhandel nominal***					
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Okt 17	Nov 17	Dez 17
Warenexporte Mrd. €	1.279,5	6,3	108,0	116,4	100,9
Warenimporte Mrd. €	1034,5	8,3	89,1	92,7	82,7
Arbeitsmarkt**					
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Nov 17	Dez 17	Jan 18
Erw. erbstätige in Mio.	44,188	1,5	44,413	44,480	-
Arbeitslose in Mio.	2,531	-5,9	2,469	2,439	2,415
Arbeitslosenquote in %	5,7		5,5	5,5	5,4
Wechselkurse					
	22. Feb.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	Ende 2018	Ende 2019
1 € = ... US-\$	1,23	1,26	1,25	1,24	1,23
1 € = ... SFR	1,15	1,18	1,20	1,21	1,24
Zinsen in %					
3-Monats-Euribor	-0,33	-0,32	-0,32	-0,20	0,10
USD 3-Monats-Libor	1,89	1,65	1,80	2,40	3,00
10-jährige Bundesanleihen	0,74	0,60	0,60	0,80	1,10
10-jährige US-Staatsanleihen	2,94	2,80	2,70	3,00	3,40

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

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

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(nebendienstleistungen) 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-Bötzkjes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4492

28. February 2018
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HRB 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz