

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: Frühling, Herbst oder immer Sonnenschein? 2

Moderate Stimmungseintrübung macht sich bemerkbar • Möglicher Handelsstreit dämpft Stimmung zusätzlich • Mangelnder Investitionsboom Grund für fehlende Konjunkturzyklen • Keine Anzeichen für konjunkturellen Einbruch, aber das Tempo könnte nachlassen

Kapitalmärkte: Zinsmärkte sehen den Konjunkturausblick zunehmend kritisch und dies nicht ohne Grund 4

Handelskonflikt beunruhigt Zinsmärkte • Fed hat Leitzins erneut angehoben • BoE sollte mit Leitzinserhöhung zurückhaltend bleiben • Möglicher EZB-Leitzinsanstieg in den Jahren 2019 oder 2020 bleibt fraglich • Auch mit Leitzinserhöhungen bleiben Zinsen grundsätzlich niedrig

Handelsstreit zwischen der EU und den USA: Das Gesamtpaket ist entscheidend 6

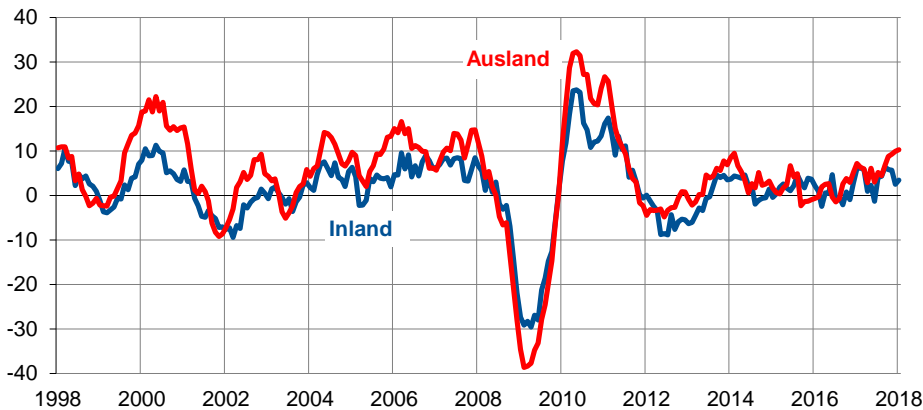
Vorurteile gegenüber der Globalisierung gibt es auf beiden Seiten des Atlantiks • Gewinner und Verlierer von Zöllen sind in einer global vernetzten Volkswirtschaft weniger offensichtlich • Aber überschaubare Auswirkung für deutsche Branchen • Gute US-Konjunktur und mögliche Dollar-Stärke dämpfen Einfluss von Zöllen

Branchenausblick 2018 und 2019 für Deutschland: Mit Rückenwind in eine Konsolidierung? 10

Aufgrund des hohen Anteils von Vorleistungs- und Investitionsgüter – Frühzyklen – am deutschen Export ist Weltkonjunktur nicht geeignet als Bestimmungsgröße für deutsche Industriebranchen • Deutsche Konjunktur bleibt entscheidender Indikator • Kurzfristiger Ausblick für die deutschen Industriebranchen ist positiv • Mittelfristige Perspektiven können durch politische Risiken belastet werden

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: Frühling, Herbst oder ...

Moderate Stimmungseintrübung macht sich bemerkbar

Die Stimmungsindikatoren haben sich in aller Breite von ihren Rekordwerten verabschiedet. Das ifo Geschäftsklima und der Einkaufsmanager-Index sind zum zweiten Mal in Folge gesunken. Insbesondere der Durchschnittswert des ifo Geschäftsklimas für das erste Quartal 2018 hat sich gegenüber dem Vorquartal recht klar eingetrübt. Bei der aktuellen März-Umfrage haben sich die Geschäftserwartungen und auch die Beurteilung der Geschäftslage verschlechtert. Dennoch schätzen die Unternehmen ihre aktuelle Situation nach wie vor sehr gut ein. Die Geschäftserwartungen trübten sich dagegen deutlicher ein und sind nun bereits seit vier Monaten abwärts gerichtet. Bei den aktuellen Umfragen haben sicherlich die Sorgen über einen eskalierenden Handelsstreit mit den USA eine wichtige Rolle für den Stimmungsdämpfer gespielt. Zwar ist die EU erst einmal vorübergehend von den neuen US-Zöllen auf Stahl und Aluminium ausgenommen, die USA fokussieren sich aktuell vor allem auf China. Aber eine mögliche Eskalation des Handelsstreits ist damit längst nicht vom Tisch, und die Sorge davor wird die Stimmung vor allem der exportorientierten deutschen Unternehmen weiter belasten.

Da der Erklärungsbeitrag des ifo Index eher in seiner Veränderung als in dem absoluten Niveau liegt, könnten die jüngsten Werte auf eine Wachstumsverlangsamung, wie sie die IKB für das zweite Quartal 2018 erwartet, hindeuten. Auch wenn die Möglichkeit eines Wachstumsrückgangs nicht überbetont werden sollte, so scheint sich zumindest die Einschätzung zu bestätigen, dass eine weitere Beschleunigung der Dynamik unwahrscheinlich ist.

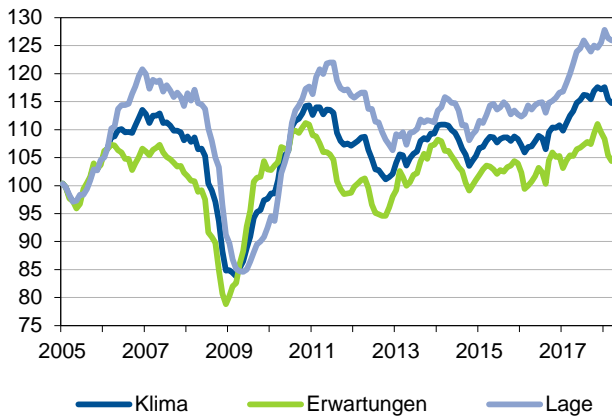
Mangelnder Investitionsboom als Grund für fehlende Konjunkturzyklen

Die deutsche Wirtschaft wächst seit acht Jahren kontinuierlich, und auch die Euro-Zone befindet sich im fünften Jahr der Erholung. Wo bleiben die Konjunkturzyklen bzw. sind die Volkswirtschaften nicht schon in einem reifen Stadium des aktuellen Expansionszyklus? Diese lange Phase der Erholung wird zum Teil auf eine zu expansive Geldpolitik zurückgeführt, die anhaltend versucht, Neu-Ausrichtungen und Reinigungsprozesse eines exzessiven Investitionsvolumens zu korrigieren. Doch es ist genau umgekehrt: Nicht zu viele Investitionen infolge der Geldpolitik, sondern zu wenige Investitionen sind der Grund für die fehlende Konjunkturvolatilität. Es gibt aktuell keine Konjunkturzyklen, da es die letzten Jahre kein euphorisches Investitionswachstum gegeben hat, das zu einer Korrektur führen würde. Es ist nicht die EZB, die Investitionen auf einem hohen Niveau hält und Korrekturen verhindert; es hat einfach bis dato kein klassischer Investitionsboom trotz einer außerordentlich expansiven Geldpolitik stattgefunden.

... immer Sonnenschein?

ifo Geschäftsklima, 2005 = 100

saison- und kalenderbereinigt

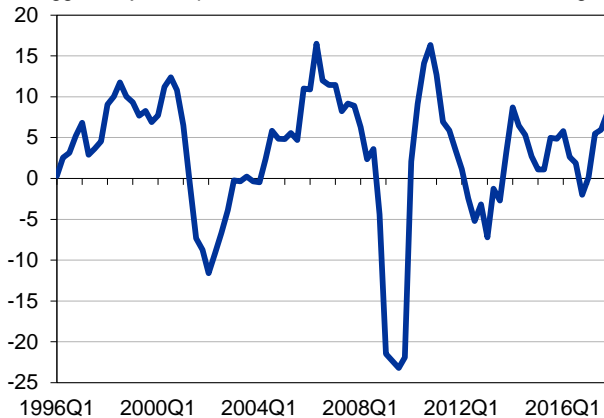


Quelle: ifo



Deutsche Ausrüstungsinvestitionen

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

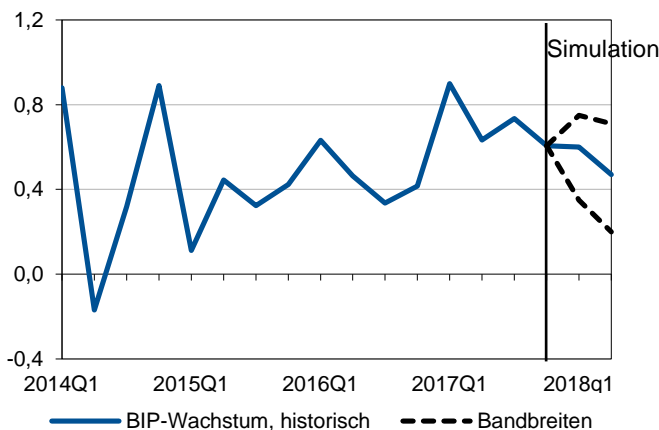


Quelle: Statistisches Bundesamt



Deutsches BIP: IKB-Prognose auf Basis des ifo Index

in % ggb. Vorquartal; real, kalender- und saisonbereinigt



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Berechnung



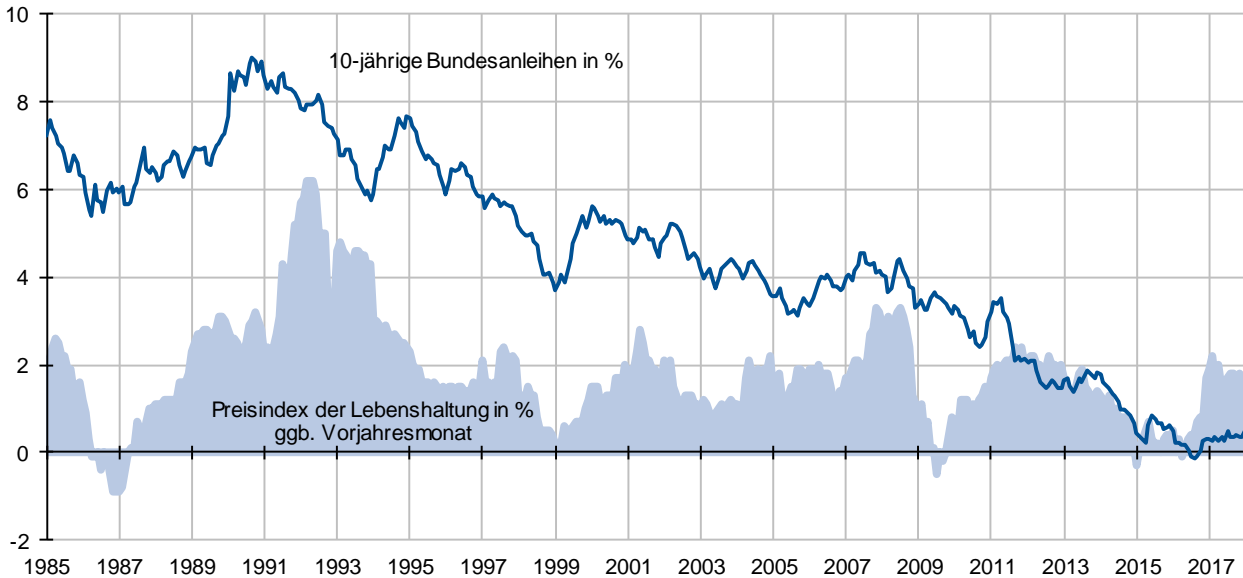
Der Grund für den fehlenden Zyklus ist somit nicht die EZB, sondern das mangelnde Vertrauen der Investoren, das auch auf die Finanz- und Euro-Krise sowie eine anhaltende Skepsis gegenüber der ultimativen Konsequenzen der aktuellen Geldpolitik zurückzuführen ist. Es ist keine Euphorie bei den Investitionen (s. Abbildung in der Mitte) auszumachen, die die Grundlage einer konjunkturellen Eintrübung, und damit eines Konjunkturzyklus, bilden könnte.

Ein fehlender Investitionsboom ist auch ein wichtiges Argument dafür, warum die aktuelle Eintrübung der Indikatoren nicht überbetont und ein deutlicher konjunktureller Abschwung heraufbeschwört werden sollte. Denn die mit einem euphorischen Investitionsverhalten einhergehenden notwendigen Abschreibungen auf Fehlinvestitionen sind im aktuellen Umfeld nicht zu erwarten und stellen somit keine bedeutende Gefahr für die Konjunkturdynamik dar. Im Gegenteil: Viele Euro-Länder haben weiterhin einen hohen Investitionsbedarf, und die Geldpolitik bleibt richtigerweise grundsätzlich unterstützend. Auch deutet die globale Konjunktur mit einem breit aufgestellten Wachstum von Industrie- und Schwellenländern auf ein stabiles Umfeld hin.

Es bleibt festzuhalten: Frühindikatoren wie das ifo Geschäftsklima oder der Einkaufsmanager-Index der Euro-Zone haben ihre Höchststände verlassen und deuten auf eine Verlangsamung der Wachstumsdynamik in der Euro-Zone und in Deutschland hin. Diese Entwicklung sollte nicht als Indiz für eine bedeutende Abkühlung oder für eine falsche bzw. ineffektive geldpolitische Ausrichtung der letzten Jahre gesehen werden. Denn es gab im Vorfeld trotz der expansiven geldpolitischen Ausrichtung keinen Investitionsboom in Deutschland oder in der Euro-Zone, der aktuell eine Gefahr für eine Wachstumskorrektur darstellen würde. Der fehlende Investitionsboom ist auch ein Grund dafür, dass seit der Finanz- und Euro-Krise der klassische Konjunkturzyklus weniger stark ausgeprägt ist. Die IKB erwartet weiterhin eine moderate Abkühlung der deutschen Wachstumsdynamik im zweiten Quartal 2018 und ein deutsches BIP-Wachstum von 2,3 % für das Gesamtjahr 2018.

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

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Zinsmärkte sehen den Konjunkturausblick zunehmend kritisch ...

10-jährige US-Renditen in %



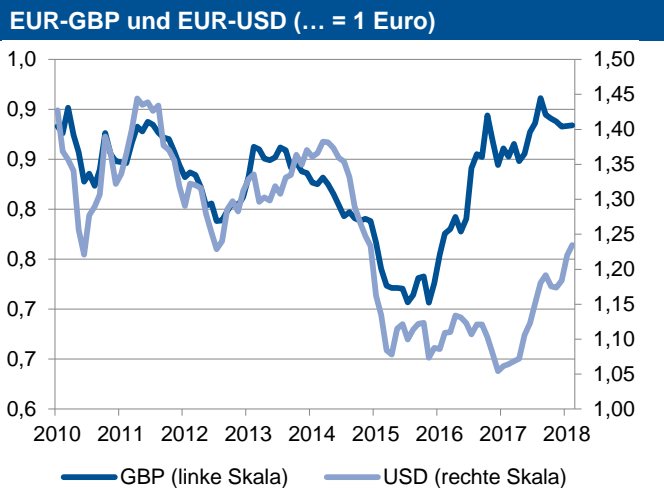
Quelle: Bloomberg



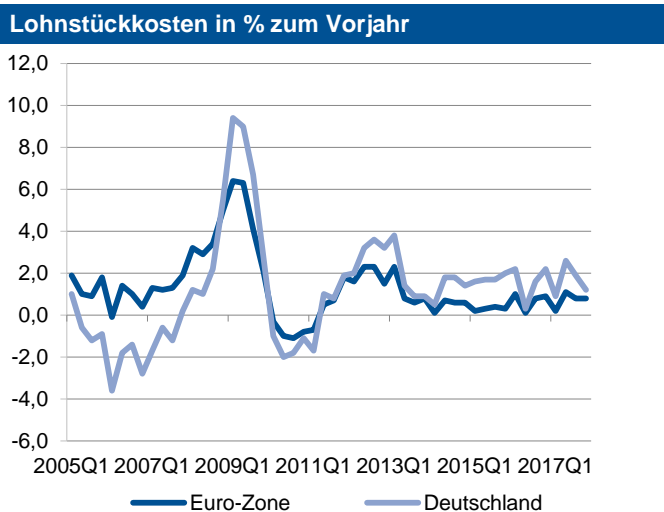
Wie erwartet, hat die Fed in der März-Sitzung des Offenmarktausschusses ihren Leitzins um 25 bp auf ein Niveau zwischen 1,5 % und 1,75 % erhöht. Da grundsätzlich mehrere Zins-schritte 2018, auch von den Renditemärkten, erwartet worden waren, wurde mit keiner bedeutenden Reaktion am langen Ende der US-Zinskurve gerechnet. Die 10-jährigen US-Renditen hatten sich bereits im Vorfeld von ihren jüngsten Tiefständen verabschiedet und peilten die 3 %-Marke an. Doch anstatt weiteren Auftrieb durch die Fed zu bekommen, die sich zudem optimistischer zum US-Konjunkturausblick äußerte, sind die Renditen relativ deutlich gefallen, und die US-Zinskurve entwickelt sich somit unverkennbar flacher. Was war passiert?

Die Sorge über die globale bzw. US-amerikanische Konjunktur aufgrund möglicher eskalierender Handelskonflikte hat die Stimmung auf den Zins- und Aktienmärkten deutlich eingetrübt. Hierdurch erhielt die Überzeugung der US-Zinsmärkte, die US-Wirtschaft sei ausreichend robust, um der Fed den Raum für steigende Zinsen auch in den kommenden Jahren zu geben, einen Rücksetzer. Im Umkehrschluss stellt sich nun die Frage, ob die Fed in ihren aktuellen Zins- und Wachstumsprognosen zu zuversichtlich ist. Kurzfristig sollten die Steuersenkungen bzw. das sich ausweitende Haushaltsdefizit und das hohe Unternehmer- und Konsumentenvertrauen die US-Wirtschaft stützen. Es bleibt aber fraglich, wie dynamisch sich die US-Wirtschaft mittelfristig entwickeln, und ob sie der Fed dann genügend Raum für Zinsanhebungen geben wird. Mit abnehmender Sorge über einen Handelskrieg können die US-Renditen durchaus über 3 % steigen, doch ein Anstieg über dieses Niveau hinaus bleibt grundsätzlich fraglich. Höhere Zollmauern stellen nicht nur Risiken für die Realwirtschaft dar, sie führen – auch und vor allem – zu Inflations- bzw. Stagflationsgefahren. In diesem Umfeld müssten die Notenbanken trotz eines schwachen Wirtschaftswachstums die Zinsen anheben; eine solche Entwicklung würde dann sicherlich als Worst-Case Szenario für die Aktienmärkte angesehen werden. Die Ära der Notenbanken, die Märkte in Zeiten von schwachem Wachstum durch ambitionierte geldpolitische Maßnahmen stützen, wäre zu Ende.

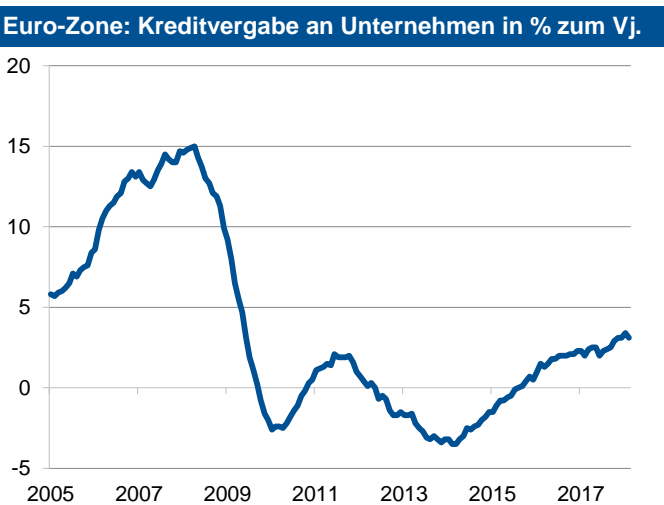
... und dies nicht ohne Grund



Quelle: Bloomberg



Quelle: Eurostat



Quelle: Bloomberg



In Großbritannien spielt die BoE mit dem Feuer, sollte sie ernsthaft im Mai eine Zinsanhebung ins Auge fassen. In einer Volkswirtschaft, in der die meisten Immobilienkredite variabel verzinst sind, ist bei einer Leitzinsanhebung besondere Vorsicht geboten. Dies gilt vor allem für Großbritannien, da weiterhin Unsicherheiten über die ultimative Ausgestaltung des Brexit existieren. Zwar gibt es inzwischen eine mit der EU vereinbarte Übergangsphase bis Ende 2020, die die Gefahr eines harten Brexit deutlich reduziert hat; dennoch dürfte Großbritanniens Wirtschaft in Mitleidenschaft gezogen werden, da sie aller Voraussicht nach nicht den gleichen Zugang zum EU-Binnenmarkt haben wird wie bisher. Ein starkes Pfund ist weiterhin eher schädlich bzw. unangebracht, vor allem weil die Inflationsrate bereits zurückgeht. Da sich die EZB mit ihrer geldpolitischen Wende Zeit lassen dürfte, wäre genau dies die Folge einer Leitzinsanhebung in London.

Konjunkturindikatoren in der Euro-Zone deuten anhaltend auf ein positives, wenn auch nicht mehr ganz so überzeugendes Konjunkturbild hin (s. *Konjunkturbeitrag S. 2*). Es gibt damit nach wie vor keinen dringenden Grund für die EZB, ihre geldpolitische Wende schneller voranzutreiben als aktuell erwartet wird. Frühestens 2019 ist mit einer Abkehr von negativen Zinsen zu rechnen. Wieviel Raum für eine geldpolitische Straffung der EZB in Form höherer Leitzinsen in den Jahren 2019 und 2020 bleibt, ist abzuwarten und zum großen Teil von der US-Geldpolitik abhängig. Denn geht der Fed die Luft für Zinsanhebungen 2020 aus, wären Zinsanhebungen der EZB nur mit einer außerordentlich robusten europäischen Konjunktur, die mit einer deutlichen Euro-Aufwertung verbunden wäre, zu erwarten.

Doch selbst mit einer weiterhin stabilen Konjunkturentwicklung bleiben die Zinsen grundsätzlich niedrig, da die effektive Nachfrage aufgrund von hohen Schuldenquoten und ungleicher Einkommens- und Vermögensverteilung keine ausreichende Wachstumsdynamik generiert, um nachhaltigen Inflationsdruck zu erzeugen. Und selbst nach Jahren einer expansiven europäischen Geldpolitik gibt es immer noch keine Anzeichen, dass die Kreditvergabe oder das Investitionsvolumen zu einer möglichen Überhitzung der Wirtschaft in der Euro-Zone führen könnten.

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

Handelsstreit zwischen der EU und den USA: Das Gesamtpaket ist entscheidend

Vorurteile gegenüber der Globalisierung und die Zoll-Ankündigungen der USA

Die EU hat im Handelsstreit mit den USA erst einmal Zeit gewonnen, denn die EU wird von den neuen Zöllen auf Stahl- und Aluminiumimporten zunächst ausgenommen werden. Auch wenn die USA nun vor allem China ins Visier nehmen, die Sorgen vor einem weltweiten Handelskrieg bleiben, obwohl klar ist, dass solche Handelsinterventionen nicht sinnvoll sind.

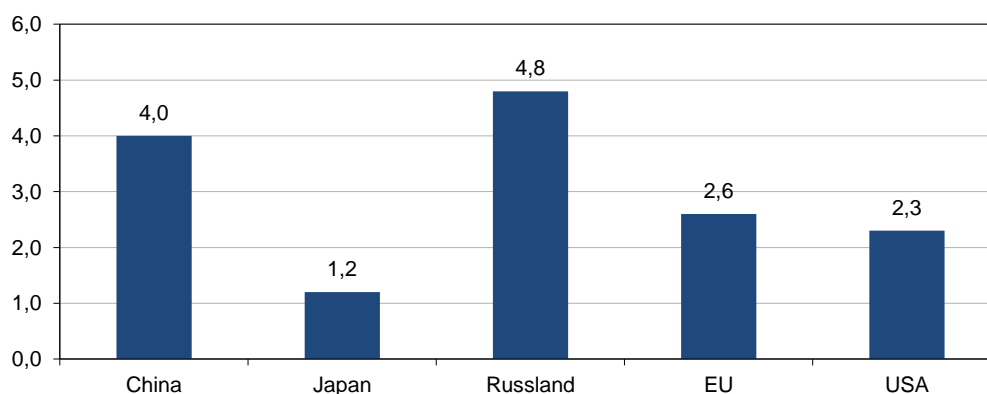
Und dennoch finden Ideen zu Handelsbeschränkungen immer wieder Zustimmung. Es ist nicht allzu lange her, dass die Globalisierung auch in der deutschen Presse kritisch gesehen wurde, mit dem Argument, dass nicht alle gleich von der Globalisierung und dem internationalen Handel profitiert hätten. Selbst Volkswirte hatten vielfach mit Genugtuung das Ende der Globalisierung verkündet. Und wenn chinesische Firmen in Deutschland Unternehmen kaufen, wird dies aus deutscher Sicht immer noch eher kritisch gesehen, obwohl gleichzeitig die deutsche Wirtschaft die Globalisierung nutzt, um ihre Exportquote deutlich auszuweiten und Produktionsprozesse durch Investitionen und Aufkäufe im Ausland zu optimieren.

Länder mit einem Leistungsbilanzüberschuss sehen sich oftmals als Gewinner der Globalisierung, während Länder mit einem Defizit gerne von unfairem Wettbewerb sprechen. Doch Überschüsse und Defizite sind gleichermaßen Maßstäbe für den Erfolg der Globalisierung. Das Überschussland verfügt über eine höhere Produktivität, als es für seinen Lebensstandard benötigt, und generiert damit einen Vermögensaufbau. Das Defizitland dagegen erzielt einen höheren Lebensstandard, als die Wirtschaft liefern kann; finanziert wird dies durch eine zunehmende Verschuldung gegenüber dem Ausland.

Zwar spricht Trump davon, dass das Defizit die USA etliche Milliarden US-Dollar kostet. Was er allerdings nicht erwähnt, ist die Tatsache, dass die USA dank des Handels einen höheren Lebensstandard generieren kann, indem sie mehr Güter importieren als exportieren (was auch für viele Schwellenländer gilt). Die USA erhalten vom Rest der Welt reale Güter und bezahlen mit US-Dollar, dessen Wertstabilität – basierend auf historischen Erfahrungen – alles andere als sicher zu sein scheint. Von einem großen Nachteil oder Ausbeutung der USA kann hier keine Rede sein. Doch im Vergleich zu wichtigen Handelspartnern weisen die USA ein relativ niedriges Zollniveau aus, was sicherlich einen Grund für die empfundene Benachteiligung der USA und für mehr Fairness im Handel liefert.

Zölle subventionieren die Ineffizienz, reduzieren die Wettbewerbsfähigkeit und führen zu Fehlallokationen, indem Ressourcen nicht für produktive Zwecke, sondern für Verteilungsfragen (Lobbyarbeit) genutzt werden. Die Folgen sind ein geringeres Potenzialwachstum und somit mittelfristig Wohlfahrtsverluste. Zölle haben zudem bedeutende Verteilungseffekte und schaffen ein Umfeld von zunehmenden Fehlreizen: Anstatt die Wettbewerbsfähigkeit durch Effizienzsteigerungen zu fördern, öffnet der Staat das Fenster für einen stärkeren Lobbyismus, was direkte Wohlfahrtsverluste mit sich bringt, da Ressourcen für die Umverteilung und nicht für die Wertschöpfung verwendet werden. Das hohe Wachstum der Weltwirtschaft ist in einem nicht zu vernachlässigen Maße auf die anhaltende Globalisierung zurückzuführen.

Abb. 1: Zollsätze auf Nicht-Agrarprodukte; in %



Quelle: WTO (handelsgewichtete Durchschnittszollsätze)

Gewinner und Verlierer sind in einer global vernetzten Volkswirtschaft weniger offensichtlich

Einzelne Gewinner und Verlierer eines Zollkrieges sind vor allem für eine global vernetzte deutsche Wirtschaft alles andere als offensichtlich. Dies ergibt sich nicht nur aus der Gefahr zunehmender Handelsbeschränkungen, sondern auch weil Unternehmen in einer globalisierten Wirtschaft in mehreren Ländern auf der Angebots- und Nachfrageseite aktiv sind, und damit die Verflechtung einzelner Unternehmen die klassische Definition von Importen und Exporten nicht entsprechend widerspiegelt. So hat ein in die USA exportierendes Unternehmen durch US-Zölle preisliche Wettbewerbsnachteile. Produziert das Unternehmen ebenfalls in den USA, und erhebt die EU Gegenmaßnahmen, ergeben sich zusätzliche Nachteile auf dem europäischen Markt. Die Autoindustrie ist hierfür ein gutes Beispiel: Erhebt Trump Zölle auf Autoimporte aus Deutschland und reagiert die EU mit Zöllen auf US-Fahrzeuge, wären deutsche Kfz-Hersteller durch beide Aktionen negativ beeinflusst.

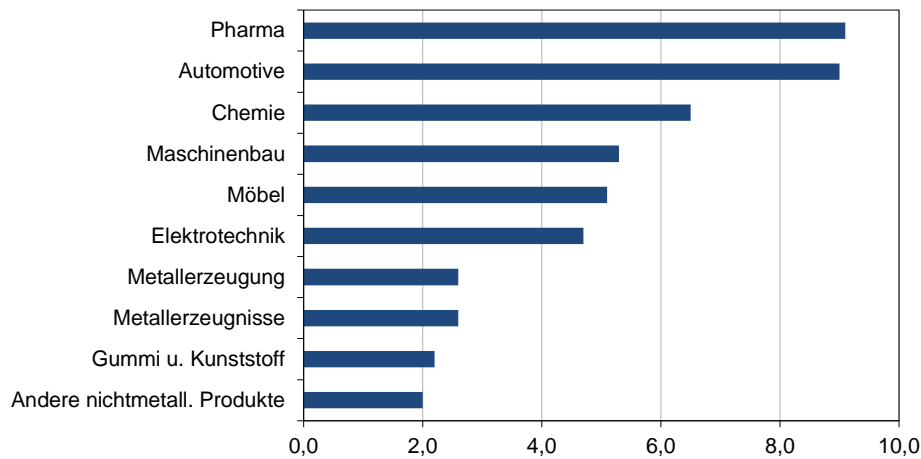
Außerdem belasten Zölle die Kostenstrukturen. US-Zölle bedeuten nicht nur preisliche Wettbewerbsnachteile auf US-Absatzmärkten, sondern auch höhere Kosten für die US-Produktion, was wiederum internationale Wettbewerbsnachteile mit sich bringen kann. Zölle auf Vorleistungsgüter, wie Stahl oder Aluminium, reduzieren relativ direkt die Wettbewerbsfähigkeit der USA als Produktionsstandort. Bei den angedrohten EU-Gegenmaßnahmen auf Konsumgüter für Endverbraucher (z. B. Erdnussbutter) wäre dies nur indirekt im Falle einer breitangelegten Zollerhöhung, die einen allgemeinen Inflationsdruck verursacht, der Fall.

Die Gefahren für deutsche Unternehmen ergeben sich somit weniger durch eine einzelne Aktion, sondern eher durch die Eskalation auf beiden Seiten. In welchem Maße dies der Fall ist, hängt von der Interdependenz der Branche und des Produktionsprozesses ab. Dies wird im Folgenden für ausgewählte Branchen des deutschen Verarbeitenden Gewerbes gezeigt. Grundlage der Analyse sind Welt-Input-Output-Tabellen (*WIOD*), die zuletzt für das Jahr 2014 erstellt wurden. Da sich seitdem keine wesentlichen Strukturbrüche ergeben haben, sind aktuellere Tabellen für die Analyse nicht erforderlich. 2014 haben die US-Exporte 8,5 % des gesamten deutschen Exports ausgemacht, und 2017 lag die Zahl bei 8,7 %. Im vergangenen Jahr waren die USA wie bereits in den Vorjahren der wichtigste Absatzmarkt für Deutschland außerhalb der EU.

Nachfrage und lokale Produktionsprozesse deuten auf überschaubare Auswirkungen für Branchen hin

Welche Bedeutung haben die USA als Absatzmarkt für deutsche Branchen, und in welchem Maße könnten Zölle und somit eine sinkende Nachfrage die deutsche Produktion belasten? Im Vergleich der deutschen Branchen weist die Automobilindustrie den höchsten Exportanteil (gemessen an der gesamten deutschen Automobilproduktion) aus. Über 9 % der deutschen Automobilproduktion werden in die USA geliefert, vor allem als finale US-Konsumgüter (fast 7 %), dicht gefolgt von der Pharmaindustrie mit rund 9 % Exportanteil. Vom deutschen Maschinenbau fließen über 5 % der Produktion in die US-Wertschöpfung oder in die -Endnachfrage ein. Für die Chemieindustrie liegt der Wert sogar bei rund 6,5 %, wobei es sich vor allem um Vorleistungsgüter und somit um einen Input in die US-Wertschöpfung handelt. Für die Metallindustrie sind die Anteile eher zu vernachlässigen. Insgesamt (Metallerzeugung und Metallverarbeitung) werden 2,6 % der deutschen Produktion in die USA geliefert. Grundsätzlich sollten Zölle auf deutsche Produkte in die USA einen überschaubaren Einfluss auf die Nachfrage nach in Deutschland produzierten Gütern haben, da sich die Größe des Absatzmarktes bezogen auf den Anteil an der deutschen Produktion doch eher in Grenzen hält. Ein Grund hierfür ist sicherlich der Ausbau deutscher Produktionskapazitäten in den USA. So sollten in der Beurteilung nicht nur die US-Zölle, sondern auch die EU-Gegenmaßnahmen und die Exporte von Gütern, die deutsche Unternehmen in den USA produzieren, im Fokus stehen.

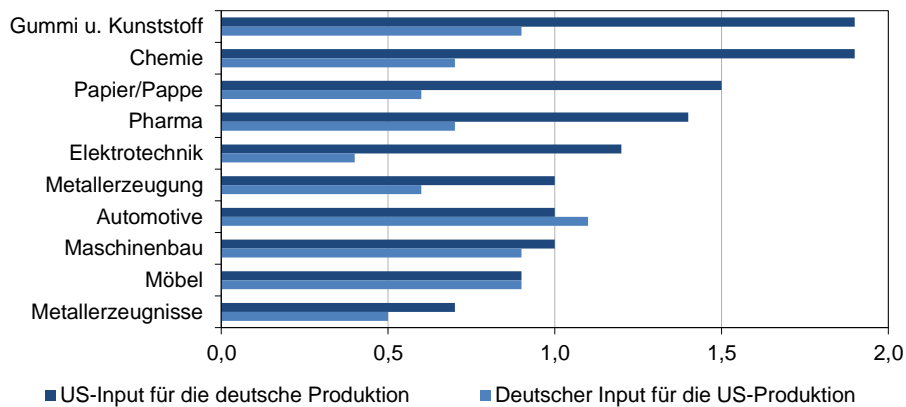
Abb. 2: Exportquote deutscher Branchen in die USA; in % der Branchenproduktion



Quellen: WIOD; IKB

In welchem Maße benötigen also deutsche Branchen US-Importe als Vorleistungsgüter für ihre Wertschöpfung? Abb. 3 zeigt, dass die US-Importquote für die deutsche Wertschöpfung eher überschaubar ist. Die Chemie- und die Kunststoffbranche sind mit knapp unter 2 % noch die abhängigsten Branchen. Doch grundsätzlich wird klar, dass EU-Gegenmaßnahmen keinen bedeutenden Einfluss auf die Wettbewerbsfähigkeit des Standorts Deutschland haben sollten. Dies berücksichtigt aber keine weiteren Effekte, die sich mit einer steigenden Inflationsrate in Folge einer breit gestreuten Gegenreaktion ergeben würden. Da US-Importe insgesamt nicht einmal 2 % des deutschen BIP ausmachen, sollte auch aus dieser Sicht der Einfluss eher zu vernachlässigen sein.

Abb. 3: Bedeutung der Importe für die lokale Produktion; in % der lokalen Produktion



Quellen: WIOD; IKB

US-Konjunktur und der Euro-US-Dollar-Kurs dämpfen Einfluss möglicher Zölle

Einschätzung: Unternehmen mit einem hohen Wertschöpfungsanteil in den USA werden von den Zöllen weniger betroffen sein und profitieren von den deutlichen US-Steuersenkungen. Doch auch wenn die Importquote relativ hoch und der Wertschöpfungsanteil gering ist, sprechen die aktuellen Rahmenbedingungen dafür, dass die Zölle vor allem den Endverbraucher treffen sollten. Die US-Nachfrage zeigt sich robust, sodass der Kostendruck der Unternehmen mehr und mehr an die Endverbraucher weitergegeben werden kann. Dies gilt für Lohnkosten ebenso wie für Importkosten infolge von Zöllen oder einer Euro-Aufwertung. Letzteres ist ein weiterer Grund, warum die Auswirkungen der Zölle nicht überbewertet werden sollte und eher zu einer Sorge für die Fed werden könnten – vor allem wenn die US-Administration Zölle auf eine breitere Güterbasis stellen würde.

Im letzten Jahr hat der Euro gegenüber dem US-Dollar um fast 15 % aufgewertet. 2018 ist insbesondere vor dem Hintergrund der geldpolitischen Ausrichtung der EZB nicht mit einer derartigen Wiederholung zu rech-

nen. Im Gegenteil: Zinsanhebungen der Fed und eine robuste US-Wirtschaft sollten dem US-Dollar Auftrieb verleihen, was die negativen Effekte der Zölle zumindest teilweise neutralisieren dürfte. So liegt die größere Gefahr in der aktuellen Debatte um einen Handelskrieg und die Erhebung von Zöllen eher darin, dass die US-Wirtschaft in Mitleidenschaft gezogen wird und dies zu einer weiteren und deutlichen Abwertung des US-Dollar führen könnte. Allerdings sieht die IKB die Chance für eine solche Entwicklung eher gering und erwartet im Verlauf des Jahres 2018 einen stabilen bzw. leicht aufwertenden US-Dollar.

Fazit: Die aktuellen Reaktionen auf die Zollankündigungen der USA zeigen, wie interessengetrieben die Diskussion über den freien Handel ist. Obwohl auch in Deutschland die Globalisierung schon länger kritisch gesehen wird, ist man aktuell über Trumps Ankündigungen eher empört. Prinzipiell sind die Fakten relativ klar: Zölle und Handelsbeschränkungen bewirken Ineffizienzen und Ressourcen-Fehlallokationen, was zu realen wirtschaftlichen Einbußen und damit Wohlstandsverlusten führt.

Allerdings sind die Gewinner und Verlierer von Zöllen auf Unternehmensebene in einer globalen Wirtschaft weniger eindeutig. Denn für ein global agierendes Unternehmen kann ein Land sowohl ein wichtiger Exportmarkt als auch ein bedeutender Produktionsstandort sein. Für deutsche Branchen ist die Bewertung dagegen klarer: Für sie ist die Nachfrageseite der US-Wirtschaft (Exporte in die USA) wesentlich wichtiger als deren Angebotsseite (US-Produkte als Importe bzw. Inputfaktoren für die deutsche Produktion). So würden zwar EU-Zölle in Form von höheren Inputkosten einen negativen Einfluss haben, jedoch wären US-Zölle als preislicher Wettbewerbsnachteil in den USA von höherer Bedeutung; wobei selbst dieser Effekt überschaubar ist.

Die gute US-Konjunktur und die Erwartung eines stabilen bzw. leicht aufwertenden US-Dollar sollten den Einfluss von US-Zöllen auf deutsche Exporte dämpfen. Unternehmen, die in den USA produzieren, profitieren zudem von den großzügigen US-Steuersenkungen. Insgesamt ergibt sich somit weiterhin ein recht positiver Ausblick für den global agierenden deutschen Mittelstand.

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

Branchenausblick 2018 und 2019 für Deutschland: Mit Rückenwind in ein Konsolidierung?

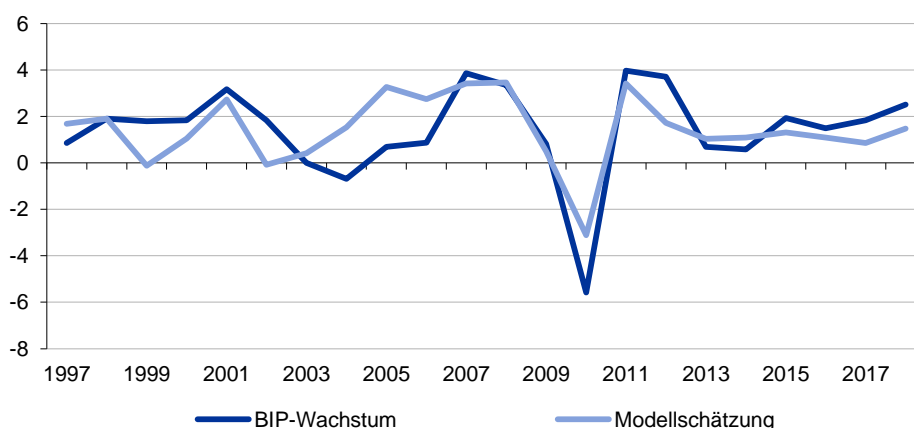
Die Branchen des deutschen Verarbeitenden Gewerbes sind mit viel Rückenwind ins Jahr 2018 gestartet. Jüngste Produktionsdaten für Januar bestätigen die aktuell hohe Wachstumsdynamik. Und selbst ein etwas moderateres Tempo sollte aufgrund des bereits erreichten hohen Produktionsniveaus sowie des stabilen deutschen Konjunkturverlaufs für solide Wachstumszahlen für die Jahre 2018 und 2019 sorgen. Doch ist für das primär exportgetriebene Verarbeitende Gewerbe der deutsche Konjunkturverlauf die richtige Referenzgröße oder sollte die globale Konjunktur im Fokus stehen?

Deutsche Konjunktur und Weltwirtschaftswachstum

In den letzten Jahren wurde immer wieder darauf verwiesen, dass der private Konsum als Säule des deutschen Wachstums an Bedeutung gewonnen hat und die Wirtschaftsdynamik damit breiter aufgestellt ist. So hat der private Konsum zwischen 2000 und 2017 durchschnittlich rund 0,5 Prozentpunkte pro Jahr zur Dynamik beigetragen, in den letzten vier Jahren erhöhte sich der Wachstumsbeitrag sogar auf 0,85 Prozentpunkte. Der gute Arbeitsmarkt und die hohen Reallohnabschlüsse stärkten das verfügbare Einkommen und somit die Möglichkeit für einen höheren privaten Konsum. Diese Entwicklung lässt vermuten, dass die Abhängigkeit der deutschen Wirtschaft von der globalen Konjunktur geringer geworden sein könnte. Die Konsumquote – der Anteil des privaten Konsums am Bruttoinlandsprodukt (BIP) – blieb in den letzten Jahren jedoch stabil, und 2017 ist sie sogar leicht auf 54,6 % zurückgegangen. Den privaten Konsum als zentralen bzw. alleinigen Treiber des deutschen Wachstums anzusehen, erweist sich damit als fraglich.

Empirische Ergebnisse zeigen: Ein Modell, das versucht, die deutsche Konjunktur durch das Weltwachstum zu erklären, unterschätzt die deutschen BIP-Wachstumsraten seit 2013 – wie in Abb. 1 zu erkennen ist. Zudem ist dieser Zusammenhang statistisch nicht signifikant und kann auch durch ein höheres Wachstum des privaten Konsums nicht zufriedenstellend erklärt werden. Auch deuten die statistischen Analysen darauf hin, dass das deutsche BIP-Wachstum einen gewissen Vorlauf zur globalen BIP-Entwicklung hat. Dies dürfte daran liegen, dass Deutschland vor allem Vorleistungs- und Investitionsgüter exportiert, die als konjunkturelle „Frühzykler“ gelten und vor einer anziehenden globalen Produktion reagieren. Somit sollte das globale Wachstum nicht als Indikator für das deutsche BIP-Wachstum angesehen werden. Es müsste eher umgekehrt sein: Das deutsche BIP-Wachstum bzw. der deutsche Export ist ein Indikator für die weltweite Nachfrage nach Vorleistungs- und Investitionsgütern und damit ein Frühindikator für die Weltkonjunktur. Für die Wachstumsprognosen von deutschen Industriebranchen zeigen empirische Ergebnisse, dass trotz der hohen Exportquote dieser Branchen der deutsche Konjunkturverlauf die zentrale Bestimmungsgröße ist und den größten Erklärungsbeitrag liefert.

Abb. 1: Deutsches reales BIP-Jahreswachstum in % zum Vorjahr



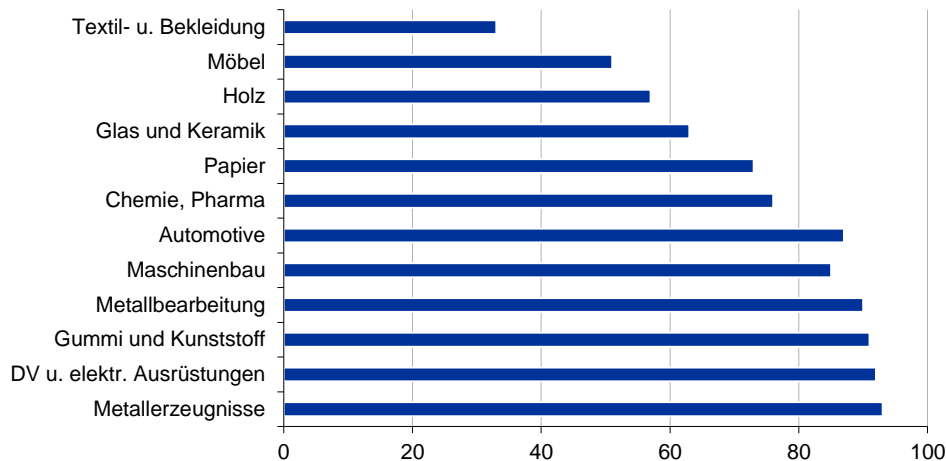
Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Berechnung

Branchendynamik und Ausblick

Der Einfluss der Industriebranchen und der Exporte ist für die deutsche Gesamtwirtschaft doch um einiges bedeutender als es deren Anteile am BIP vermuten lassen. So werden auch die Investitionen und die hohen Löhne maßgeblich durch den Produktionsausblick im Verarbeitenden Gewerbe bestimmt. Empirische Ergebnisse zeigen, dass der deutsche Konjunkturverlauf – auch als möglicher Vorreiter für die globale Kon-

junktur – einen maßgeblichen Erklärungsbeitrag für das Produktionswachstum vieler deutscher Industriebranchen aufweist. Branchen wie die Automobilindustrie oder der Maschinenbau, bei denen ein hoher Anteil der Produktion für den Export bestimmt ist, zeigen einen extrem hohen Gleichlauf mit der deutschen Konjunktur. Abb. 2 zeigt den Erklärungsbeitrag der deutschen Konjunktur für das Produktionswachstum bedeutender Branchen. So resultieren bis zu 90 % des Produktionswachstums vieler Branchen aus der deutschen Konjunktur. Diese Schätzungen haben sich über die Jahre – und trotz der oft betonten höheren Bedeutung des privaten Konsums – nicht nennenswert verändert.

Abb. 2: Erklärungsbeitrag der Konjunktur für das Branchenwachstum in %



Quelle: IKB-Berechnungen

Konjunkturelle Frühindikatoren signalisieren, dass sich die deutsche Konjunkturdynamik kurzfristig etwas eintrüben könnte. Da dies jedoch weniger auf das abrupte Ende eines Investitionsbooms, sondern eher auf der Relativierung von Erwartungen beruht, ist mit keinem bedeutenden Einbruch der deutschen Wachstumsdynamik zu rechnen (*s. auch IKB-Kapitalmarkt-News vom 23. März 2018*). Die IKB, deren Prognosen in den letzten Jahren immer am oberen Ende des Prognosespektrums lagen, erwartet für 2018 ein BIP-Wachstum von 2,3 % – deutlich unter der oberen Erwartungsgrenze anderer Institute. Das Prognoserisiko ist somit weiterhin und trotz sich eintrübender Frühindikatoren als ausgeglichen anzusehen. Tabelle 1 zeigt den Produktionsausblick bedeutender deutscher Industriebranchen. Für das kommende Jahr wird generell mit einer weiteren Abkühlung der Wachstumsdynamik gerechnet, die sich aufgrund der hohen Sensitivität des Verarbeitenden Gewerbes zum konjunkturellen Verlauf in den einzelnen Industrien stärker auswirken könnte. Zudem bleibt das Prognoserisiko angesichts der politischen Unsicherheiten relativ hoch.

Tabelle 1: Deutsche Industriebranchen –reales Produktionswachstum in % zum Vorjahr

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

Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Prognose (Stand: März 2018)

Fazit

Der deutsche Konjunkturverlauf ist trotz der hohen Exportquote die entscheidende Bestimmungsgröße für den Produktionsausblick der Industriebranchen. Denn die globale Konjunktur selbst scheint ein Nachzügler der deutschen Konjunkturdynamik zu sein, was auf den hohen Anteil von Vorleistungs- und Investitionsgütern am deutschen Export zurückzuführen ist. Aufgrund der hohen Sensitivität des Verarbeitenden Gewerbes zum deutschen Konjunkturverlauf bleibt zwar der kurzfristige Ausblick 2018 für das Verarbeitende Gewerbe nach wie vor durchweg positiv, auch wenn das Wachstumsniveau von 2017 nicht erreicht werden sollte. Allerdings könnten sich die mittelfristigen Perspektiven ab 2019 aufgrund zunehmender politischer Risiken eintrüben.

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

Daten auf einen Blick (29. März 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* 2015 = 100	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Jan 18	Feb 18	Mrz 18
Ifo-Geschäftsklima (2005 = 100)	114,7	5,9	117,6	115,4	114,7
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Nov 17	Dez 17	Jan 18
Auftragseingänge**	107,0	5,6	110,7	114,0	109,6
Produktion und Handel**					
Index* 2015 = 100	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Nov 17	Dez 17	Jan 18
Verarbeitendes Gewerbe	104,7	3,5	108,2	107,7	108,4
Bauhauptgewerbe	109,4	6,1	112,2	108,2	113,4
Einzelhandel (ohne Kfz)	105,1	3,0	107,2	106,0	105,3
Außenhandel nominal***					
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Nov 17	Dez 17	Jan 18
Warenexporte Mrd. €	1.279,1	6,2	116,4	100,6	107,1
Warenimporte Mrd. €	1.034,3	8,3	92,7	82,5	89,7
Arbeitsmarkt**					
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Jan 18	Feb 18	Mrz 18
Erw. erbstätige in Mio.	44,188	1,5	44,545	44,589	-
Arbeitslose in Mio.	2,531	-5,9	2,415	2,392	2,373
Arbeitslosenquote in %	5,7		5,4	5,4	5,3
Wechselkurse					
	29.03.18	in 3 Monaten	in 6 Monaten	Ende 2018	Ende 2019
1 € = ... US-\$	1,23	1,26	1,24	1,22	1,23
1 € = ... SFR	1,18	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	2,29	2,20	2,40	2,70	3,40
10-jährige Bundesanleihen	0,51	0,60	0,60	0,80	1,10
10-jährige US-Staatsanleihen	2,78	2,85	2,95	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(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 Werbemittelung 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-Bötzkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4492

29. März 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