

Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

Volkswirtschaft und Research IKB Deutsche Industriebank AG

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

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

Ralf Heidrich
Ralf.Heidrich@ikb.de

Eugenia Wiebe
Eugenia.Wiebe@ikb.de

Deutsche Konjunktur: Anhaltende Stimmungseintrübung signalisiert schwaches erstes Halbjahr 2019 **2**

Deutsche Wirtschaft schrammt knapp an Rezession vorbei • ifo Geschäftsklima – Eintrübung hält an • Trüber Ausblick für das erste Halbjahr 2019, aber keine Anzeichen für einen Einbruch

Kapitalmärkte: Geldpolitische Stagnation in der Euro-Zone enttäuscht Erwartungen und verflacht die Zinskurve **4**

Zinsmärkte zweifeln wieder einmal an Konjunkturerholung • Trotz gutem Wirtschaftsverlaufs in den letzten Jahren fand die EZB keinen Raum für Zinsanhebungen • Hohe Schuldenquoten und die daraus resultierende fundamentale Nachfrageschwäche führen zur Stagnation der geldpolitischen Ausrichtung und damit zu anhaltend niedrigen Zinsen

Steigende Schuldenquoten: Zeichen einer ineffektiven Geldpolitik? **6**

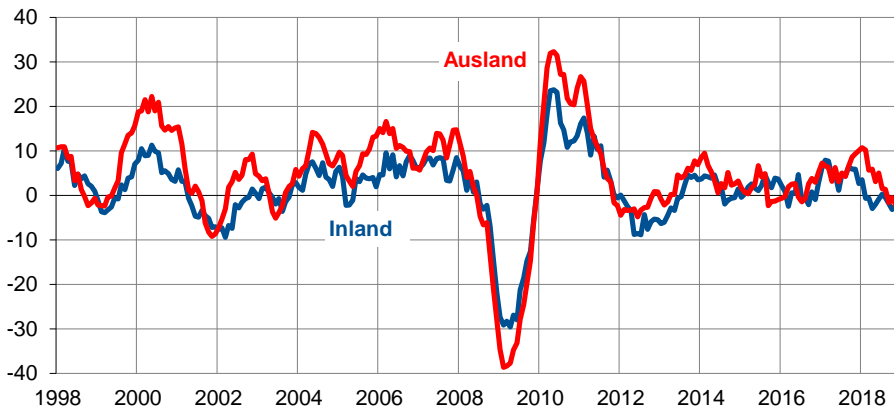
Nachhaltigkeit der Notenbankpolitik zur Ankurbelung der Kreditvergabe wird häufig in Frage gestellt • Effektive Geldpolitik bedeutet: Geschaffenes Finanzvermögen – auch die Gegenposition des Kredits – darf nicht geparkt werden, sondern muss in die Realwirtschaft fließen • Voraussetzungen sind ein ausreichendes Maß an Vertrauen zu investieren und damit verbundene angebotsorientierte Reformen

Konjunkturausblick: Globale Risiken spielen untergeordnete Rolle! **10**

Globale Risiken – Handelskonflikt, Brexit – trüben den Ausblick • Sicherlich – es gibt eine Vielzahl regionaler Gefahren • Aber kein Hinweis auf systematisches Risiko wie in der Finanzkrise 2008/09 mit synchronem weltweiten Konjunkturabschwung • Sorgen vor globaler Rezession werden derzeit überbewertet

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat



IKB-Prognose 2019

Reale Veränderung in %, saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

Deutschland	0,9
Euro-Zone	1,4
UK	1,0
USA	2,5
Japan	0,8
China	6,3

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

Deutsche Konjunktur: Anhaltende Stimmungseintrübung ...

Deutsche Wirtschaft schrammt knapp an Rezession vorbei

Die vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten Detaildaten zum gesamtwirtschaftlichen Verlauf im vierten Quartal 2018 bestätigten die Vorabschätzung. Die deutsche Wirtschaft stagnierte im Abschlussquartal und erzielte im Gesamtjahr 2018 ein kalenderbereinigtes Wachstum von 1,5 %. Zum Ende des Jahres kamen die Impulse vor allem aus dem Inland. Es wurde erheblich mehr in Bauten investiert (+1,3 % zum Vorquartal), und auch die Ausrüstungsinvestitionen (+0,7 %) wurden erfreulicherweise ausgeweitet. Der Staat konsumierte deutlich mehr (+1,6 %), der private Verbrauch (+0,2 %) legte hingegen nur leicht zu. Vom Außenhandel kamen keine Wachstumsimpulse, weil Exporte und Importe in etwa in der gleichen Größenordnung (+0,7 %) zulegten. Wie vermutet, hatte der Lagerabbau im vierten Quartal die Wirtschaftsleistung mit einem negativen Wachstumsbeitrag von 0,6 %-Punkten gedrosselt. Dies ist eine Gegenbewegung im Vergleich zum vorangegangenen Quartal, als es einen starken Lageraufbau gab.

Nach einem Rückgang um 0,2 % im dritten Quartal und der Stagnation der Wirtschaftsleistung im Schlussquartal ist Deutschland im zweiten Halbjahr 2018 nur knapp an einer Rezession vorbeigeschrammt. Auch im ersten Halbjahr 2019 rechnet die IKB noch nicht mit einer durchgreifenden Besserung.

ifo Geschäftsklima – Eintrübung hält an

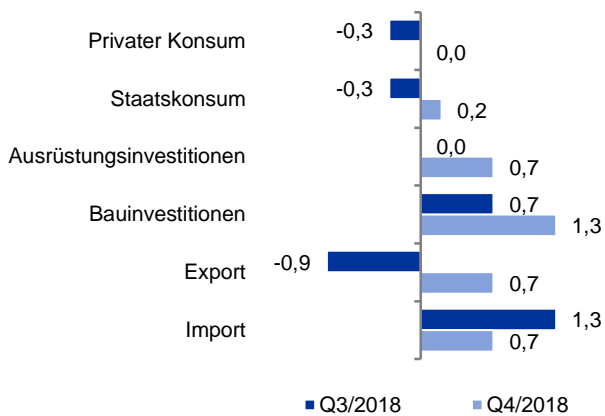
Hierauf deutet auch das aktuelle ifo Geschäftsklima hin, das sich im Februar erneut recht klar um 0,8 Punkte auf 98,5 Zähler eingetrübt hat. Das ist der schlechteste Wert seit Dezember 2014. Nachdem der Index bereits zum Jahresauftakt deutlich abgerutscht war, hatte man eher mit einer Stabilisierung gerechnet. Die Unternehmen haben sowohl ihre aktuelle Lage als auch ihre Geschäftsperspektiven schlechter beurteilt als einen Monat zuvor. Der Index der Geschäftserwartungen fiel um 0,5 Punkte auf 93,8 Zähler. Erstmals seit Monaten wurde auch die aktuelle Lage deutlich weniger gut beurteilt, dieser Index sank klar um 1,1 Zähler auf 103,4 Punkte.

Trüber Ausblick für das erste Halbjahr 2019, aber kein Einbruch

Der ifo Index ist einer der aussagekräftigsten Frühindikatoren für den deutschen BIP-Wachstumsverlauf und liefert den besten Erklärungsbeitrag für das Folge-Quartal. Was zeigt der Durchschnittswert des ifo Geschäftsklimas des ersten Quartals 2019, der ein Frühindikator für das BIP-Wachstum im zweiten Quartal 2019 ist? Auch wenn der ifo-Wert für März noch nicht vorliegt und die IKB perspektivisch mit einer Stimmungsstabilisierung rechnet, ist die Tendenz deutlich: Im aktuellen Umfeld der Diskussion um US-Importzölle auf Automobile und Automobilteile aus der EU sowie der anhaltenden Brexit-Unklarheiten (Austrittsdatum 29. März) gibt es kaum Anzeichen für eine deutliche Erholung des ifo Geschäftsklimas im März.

... signalisiert schwaches erstes Halbjahr 2019

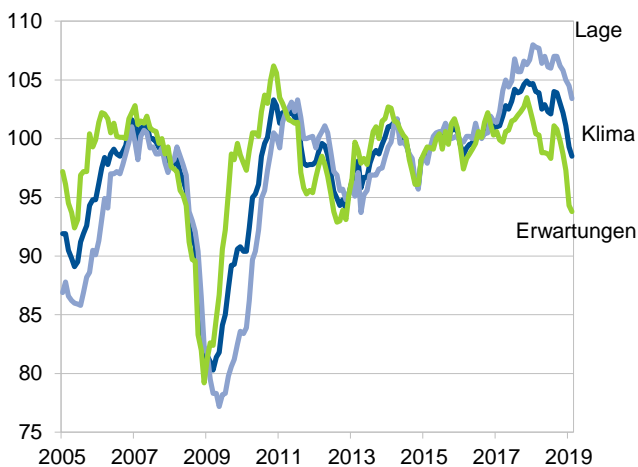
BIP-Komponenten; Veränderung in % zum Vorquartal



Quelle: Statistisches Bundesamt



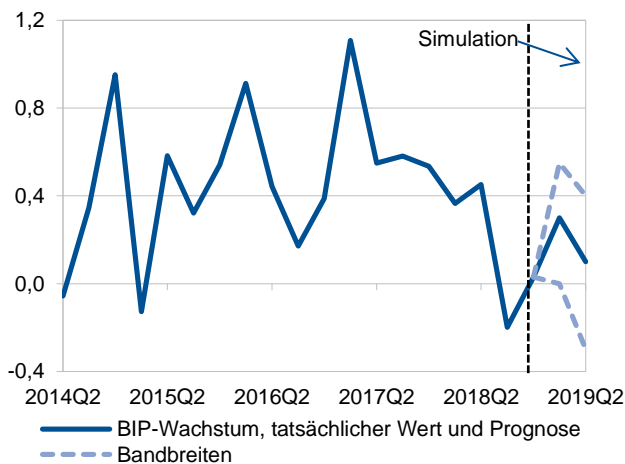
ifo Geschäftsklima; 2015 = 100



Quelle: ifo



Reales BIP-Wachstum; in % zum Vorquartal



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Simulation

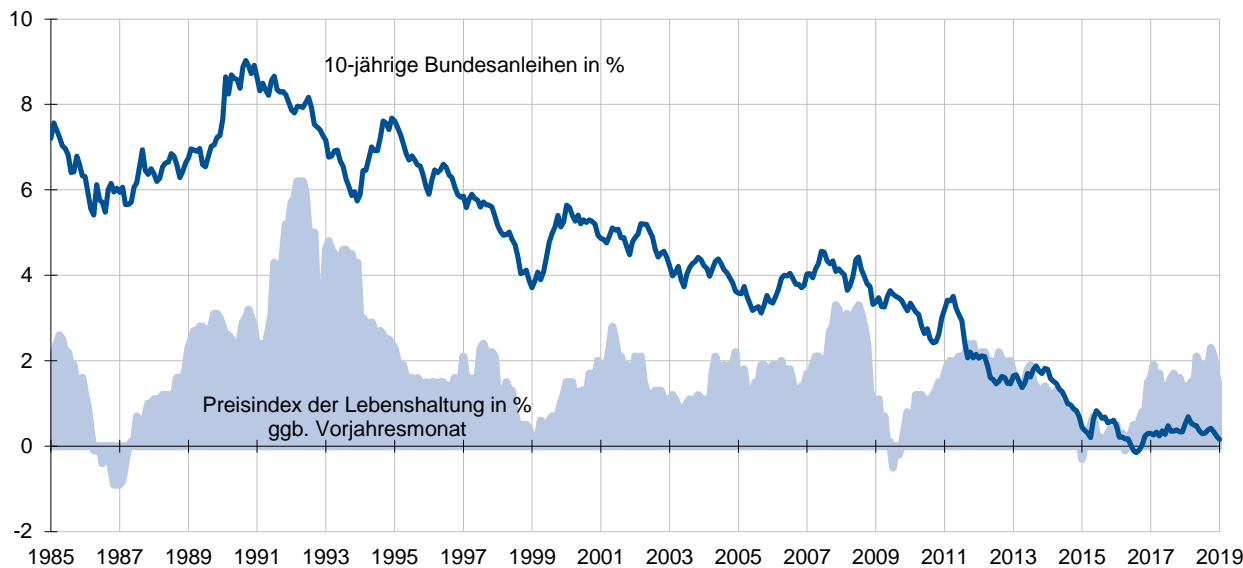


So bleibt das Risiko hoch, dass im ersten Vierteljahr nur eine moderate Dynamik zu erwarten ist und dass sich das BIP-Wachstum im zweiten Quartal erneut enttäuschend entwickeln könnte. Die aus dem ifo Index abgeleitete Prognosespanne deutet zudem darauf hin, dass die Wahrscheinlichkeit einer BIP-Schrumpfung im zweiten Quartal nicht ausgeschlossen werden kann. Einen drastischen Einbruch der Wirtschaftsleistung in Deutschland oder weltweit sieht die IKB nach wie vor nicht. Hierfür gibt es keine Anzeichen (s. *Beitrag S. 10*): Im Vorfeld der aktuellen Eintrübung gab es keine euphorisch positive Stimmung, die zu einem überzogenen Investitionsverhalten geführt hat und nun eine Korrektur erfordert. Ein globaler Handelskrieg in Verbindung mit einem deutlichen Rückgang des globalen Offenheitsgrades würde die deutsche Wirtschaft sicherlich treffen, aber davon ist nicht auszugehen, selbst wenn die USA zu dem Schluss kommen sollten, dass europäische Kraftfahrzeuge eine Gefahr für die nationale Sicherheit der USA darstellen und Importzölle auf EU-Fahrzeuge erhoben werden sollten. Der deutsche Automobilstandort würde sicherlich belastet (9 % der deutschen Pkw-Produktion werden in die USA exportiert), und die deutsche Wirtschaft könnte kurzfristig etwas an Dynamik einbüßen (Kfz-Exporte in die USA machen 0,8 % der gesamten deutschen Wirtschaftsleistung aus), aber ein Wirtschaftseinbruch wie in den Jahren 2008 und 2009 ist nicht absehbar.

Die Abbildung unten zeigt die auf dem ifo Index basierte IKB-Prognose der BIP-Wachstumsspanne für das aktuelle und das zweite Quartal 2019. Für den weiteren Verlauf von 2019 geht die IKB nach wie vor davon aus, dass sich die globale und damit die deutsche Konjunktur beleben und auf einen moderaten Wachstumspfad einschwenken wird; so sollten sich bis dahin zumindest die Brexit-Unklarheiten aufgelöst haben. Die IKB bleibt bei ihrer BIP-Wachstumsprognose für Deutschland von knapp unter 1 %. Das Prognoserisiko ist dabei nach unten gerichtet, aber ein Wirtschaftseinbruch ist – wie beschrieben – nicht zu erwarten.

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

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Geldpolitische Stagnation in der Euro-Zone ...

10-Jahre US-Treasury; in %



Quelle: Bloomberg



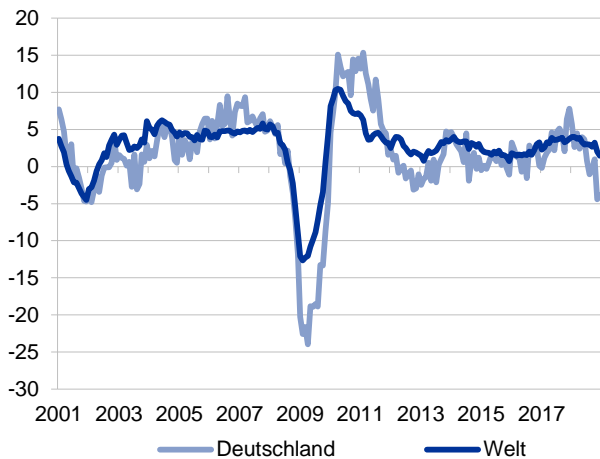
Aktuell erleben die Zinsmärkte ein Déjà-vu. Auch im Jahr 2015 hatte sich die globale Konjunktur insbesondere aus Sorge um die chinesische Wirtschaftsentwicklung eingetrübt und für deutliche Korrekturen auf den Zins- und Aktienmärkten gesorgt. Die Inflationsrate ging deutlich zurück, und die EZB startete im März 2015 ihr Ankaufprogramm. 10-jährige Bundrenditen fielen von knapp unter 1 % auf unter -0,1 % im Jahr 2016. Doch die globale Konjunktüreintrübung erwies sich nur von kurzer Dauer. Statt Rezession mit Krisenstimmung gab es einen „soft-patch“. Die Industrieproduktion sowie der Welt-handel konnten sich relativ schnell erholen, und es folgte eine regelrechte Boomphase im Jahr 2017.

Auch aktuell geht die globale Stimmungseintrübung mit einem deutlichen Rückgang der Renditen einher. 10-jährige US-Renditen sind von 3,1 % im Oktober 2018 auf inzwischen 2,65 % gesunken, während 10-jährige Bundrenditen erneut die 0 % anpeilen.

Während die Fed eine Verschnaufpause bei ihren Zinsanhebungen signalisiert, erwartet der Markt zunehmend Zinssenkungen vor allem im nächsten Jahr, während in der Euro-Zone der Begriff „Japanisierung“ um sich greift. Gemeint sind nicht nur anhaltend negative Zinsen am kurzen Ende, sondern auch eine aktivere Notenbankpolitik über alle Zinslaufzeiten. Zwar liegt die deutsche Zinskurve bis zu einer Laufzeit von sieben Jahren bereits deutlich unter der japanischen, jedoch ist sie im Vergleich zur japanischen relativ steil. Japanischen Verhältnissen würde eher eine flachere Kurve mit niedrigen Werten am langen Ende entsprechen. Damit verbunden wären anhaltend negative Zinsniveaus über die gesamte Laufzeit. Die japanische Zinskurve signalisiert eine anhaltende Stagnation der Geldpolitik, bei der die Notenbank nicht in der Lage ist, die Zinsen nachhaltig oder auch nur ansatzweise anzuheben.

... enttäuscht Erwartungen und verflacht die Zinskurve

Industrieproduktion; Veränderung in % zum Vorjahr

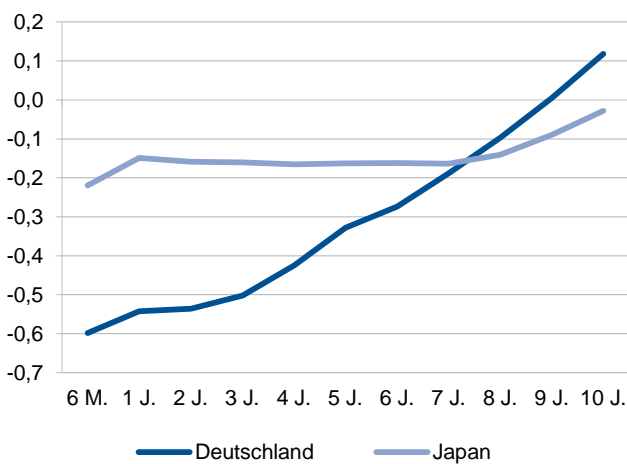


Quelle: CPB; Statistisches Bundesamt



Eine „Japanisierung“ der deutschen Zinskurve würde bedeuten, dass sich die EZB selbst langfristig nicht von ihrer Krisenpolitik verabschieden kann. Zwar würde es weiterhin Konjunkturaufschwünge geben, diese könnten sich jedoch als eher schwach und nicht ausreichend erweisen, um Zinsen nachhaltig anheben zu können. Für die Einschätzung der „Japanisierung“ gibt es durchaus Gründe, denn die EZB hat trotz konjunktureller Erholung der Euro-Zone mit einem BIP-Wachstum von durchschnittlich 1,9 % pro Jahr in den letzten fünf Jahren keine Gelegenheit gefunden, ihren Leitzins anzuheben. Ein Grund dafür ist sicherlich auch die geringe Inflationsdynamik. So deuten die Lohnstückkosten sowie das moderate Geldmengenwachstum selbst mittelfristig auf keinen Inflationsdruck hin.

Zinskurve: Deutschland und Japan, Zinsen in %



Quelle: Bloomberg



Die letzten Jahre haben gezeigt, dass selbst bei guter Konjunktorentwicklung kein Raum für steigende Zinsen im Euro-Raum bleibt: Hohe Schuldenquoten, ein schwaches Nachfragewachstum und eine daraus folgende niedrige Inflation lassen keine geldpolitische Straffung zu. In einem Umfeld, in dem strukturell niedrige Zinsen notwendig sind, orientieren sich konjunkturelle Auf- und Abschwünge entlang einer stagnierenden Geldpolitik: Mit jedem Abschwung oder jeder moderaten Konjunkturverlangsamung erübrigen sich jegliche Normalisierungsanstrengungen. Doch eigentlich ist dies nicht ganz zutreffend. Denn Normalisierung setzt voraus, dass die Zinsen aktuell nicht normal sind. Und genau hier mag der Denkfehler liegen. Die aktuelle Geldpolitik ist die neue Normalität und kein auf historischen Daten basierter neutraler Zinssatz.

Euro-Zone: M3-Geldmengenwachstum; in % zum Vorjahr



Quelle: Bloomberg



Es ist in erster Linie nicht der aktuelle konjunkturelle Abschwung, der die EZB an einer „Normalisierung“ ihrer Zinspolitik hindert. Vielmehr schränken die hohen Schuldenquoten und die damit verbundene schwache Nachfragedynamik in der Euro-Zone den geldpolitischen Handlungsspielraum der EZB ein und führen zu strukturell niedrigen Zinsen. Selbst der zuletzt mehrjährige Konjunkturaufschwung in der Euro-Zone konnte keinen Raum für nachhaltig steigende Zinserwartungen schaffen, die bei einer kurzfristigen Konjunktüreintrübung bestehen könnten. Aktuell ist diese Entwicklung an der deutschen Zinskurve ablesbar, die sich wie 2015 und 2016 deutlich verflacht hat und somit mehr und mehr der japanischen Zinskurve gleicht.

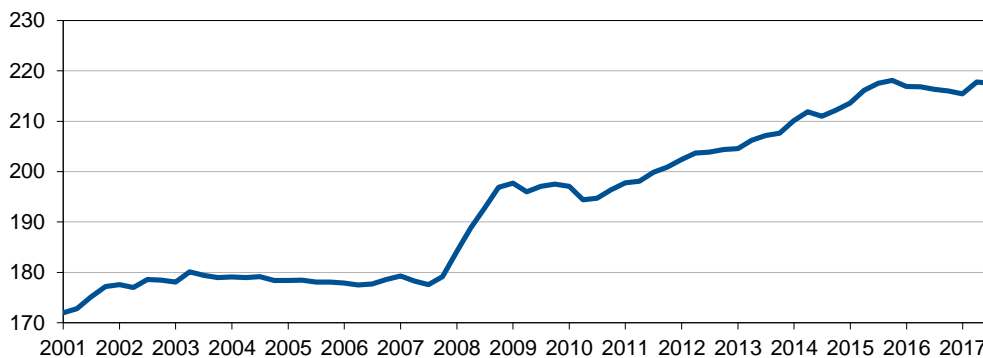
Dr. Klaus Bauknecht, Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Steigenden Schuldenquoten: Zeichen einer ineffektiven Geldpolitik?

Notenbankpolitik: Nachhaltigkeit anfechtbar?

Seit Jahren versuchen Notenbanken, durch niedrige Zinsen und Bilanzausweitung die Kreditvergabe in der Realwirtschaft anzukurbeln und das Risiko einer Depression zu reduzieren. Gleichzeitig werden steigende Schuldenquoten als Risiko für Konjunktur und Finanzstabilität betrachtet. Kritiker argumentieren, die Geldpolitik verschiebe nur notwendige realwirtschaftliche Anpassungen und verschärfe durch höhere Schuldenquoten die Konjunkturrisiken. **Viele Notenbanken scheinen in einem Dilemma zu stecken: Auf der einen Seite setzen sie alles daran, die Kreditvergabe mit anhaltend niedrigen Zinsen in Gang zu bringen. Auf der anderen steigt die Sorge vor Überschuldung und Handlungsunfähigkeit etwa der EZB.**

Abb. 1: Weltweite Schulden (Staat und privater Nicht-Finanzsektor) in % des globalen BIP



Quelle: BIZ

Wie lange kann eine Notenbank eine Politik aufrecht halten, welche die Kreditvergabe anhaltend unterstützt? Die EZB mag hier schon deutlich näher an ihre Grenze gelangt sein als die Fed, die aufgrund ihres aktuell höheren Zinsniveaus zumindest etwas Spielraum zu haben scheint. Allerdings hat sich das Instrumentarium der Notenbanken in den letzten Jahren klar ausgeweitet, insbesondere durch Aufkaufprogramme und direkte Liquiditätsbereitstellung für Banken. Doch all diese Maßnahmen sind nur erfolgreich, wenn die Kreditnachfrage auf niedrige Zinsen und das ausgeweitete Kreditangebot reagiert. Allerdings gibt es einen weiteren Aspekt, der in der Diskussion um Schulden und Kreditvergabe oftmals vernachlässigt wird: Niedrige Zinsen schaffen nicht nur einen Anreiz, Schulden zu machen, sie sorgen auch dafür, dass die Gegenposition der Schulden – nämlich Einlagen bzw. Finanzvermögen – den Weg zurück in die Realwirtschaft finden. **Es geht der Geldpolitik weniger darum, private Schuldenquoten durch niedrigere Zinsen nach oben zu treiben. Vielmehr soll durch die Ausweitung der Kreditvergabe die reale Vermögensbildung gefördert werden. Am Ende des Prozesses sollen dann Schuldenquoten durch Wirtschaftswachstum sinken.**

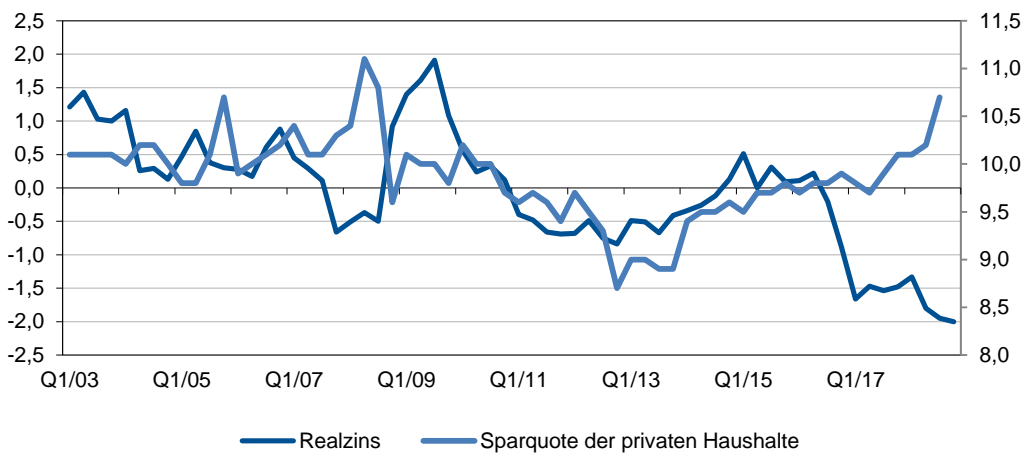
Schulden sind nur eine Seite der Medaille

Für jeden Kredit, den das Bankensystem generiert, gibt es eine Einlage und damit eine finanzielle Vermögensbildung. Es ist nicht nur die Höhe der Verschuldung und die daraus resultierende Belastung für den Schuldner, die aus gesamtwirtschaftlicher Sicht entscheidend ist, sondern auch was mit der Vermögensbildung im realwirtschaftlichen Kreislauf passiert. Der überschuldete Teil der Wirtschaft kann weniger stark konsumieren oder investieren – aufgrund der Schuldenlast oder des Bonitätsrisikos aus Sicht der Gläubiger. Der vermögende Teil mag hingegen nicht bereit sein, die hohen Vermögensbestände in die Realwirtschaft durch Konsum oder Investitionen zurückzuführen. Unterm Strich ergibt sich eine nicht ausreichende gesamtwirtschaftliche Nachfrage – dies ist in der Euro-Zone schon länger der Fall und erfordert selbst mittelfristig eine klassische keynesianische Stützungs politik. Da kreditfinanzierten hohen Schuldenquoten dementsprechende hohe Vermögenswerte gegenüber stehen, bedarf es anhaltend niedrige Zinsen, nicht nur um die Schuldentragfähigkeit sicherzustellen, sondern auch um Anreize für eine Rückführung des Finanzvermögens in die Realwirtschaft zu setzen.

Oftmals werden Kredite für Investitionen als nachhaltig und Konsumkredite als kritisch angesehen. Doch in erster Linie ist es nicht entscheidend, ob der Kredit für Konsum oder Investitionen verwendet wird. In beiden Fällen ergibt sich anfänglich eine Nachfrageausweitung. Entscheidend sind die Zweitrundeneffekte: Dem Kredit steht eine Einlage bei den Banken und damit ein Vermögensbestandteil gegenüber – die Gegenposition zur Verschuldung. Entscheidend ist, dass diese wieder in den realwirtschaftlichen Kreislauf fließt und damit eine nicht kredit-induzierte höhere Nachfrage bewirkt. Führen hingegen Konsumkredite zu mehr Importen, verlagert sich die Gegenposition in das Ausland oder in das globale Finanzsystem. In diesem Fall ist nicht unbedingt von einer direkten Rückführung in die lokale Realwirtschaft auszugehen.

Niedrige Zinsen senken die Schuldenlast und erlauben dadurch einen weiteren Schuldenanstieg. Sie reduzieren natürlich auch die Rendite für Finanzvermögen. Doch wie bereits Keynes erkannte, werden reale Investitionen eher von Ertragsaussichten und Bauchgefühl als von Zinsen getrieben, genauso wie Sparen eher von der Höhe des Einkommens abhängig ist. Zinsen allein können somit das Gleichgewicht von Sparen und Investieren kaum sicherstellen. Ähnliches gilt für Schulden- und Vermögensstände. Niedrige Zinsen fördern zwar die Kreditvergabe und somit finanzielle Vermögensbildung. Ihr Einfluss auf die Umschichtung von Finanz- in Realvermögen scheint hingegen weniger ausgeprägt zu sein. **Anders ausgedrückt: Die Geldpolitik ist dann effizient und erfolgreich, wenn Schuldenquoten sinken. Denn eine effektive Geldpolitik beruht nicht nur auf einer zinssensitiven Kreditnachfrage, sondern auch und vor allem auf einer renditesensitiven Vermögensumschichtung in die Realwirtschaft.** Aus dieser Sicht ist eine effiziente Geldpolitik immer mit Angebotsreformen und hohem Investitionsvertrauen verbunden, und sie kann nie isoliert betrachtet werden. Nicht überraschend ist deshalb, dass EZB-Präsident Draghi die Notwendigkeit von Reformen in jeder EZB-Sitzung betont. Doch gerade hier ist die Euro-Zone wenig erfolgreich. Steigende Schuldenquoten und anhaltend niedrige Zinsen sind ein Ergebnis der fehlenden Reformbereitschaft in der Euro-Zone und kein Resultat einer falschen Geldpolitik. Deutschland ist zudem ein Beispiel dafür, wie ineffektiv die EZB-Zinspolitik darin ist, Finanzvermögen in die Realwirtschaft zurückzuführen (s. Abb. 2 unten – steigende Sparquote bei negativen Realzinsen).

Abb. 2: Deutschland: Realzinsen und Sparquote der privaten Haushalte in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Deutsche Bundesbank (Sparquote in % des verfügbaren Einkommens)

Wachstumsmodell der Geldpolitik am Ende?

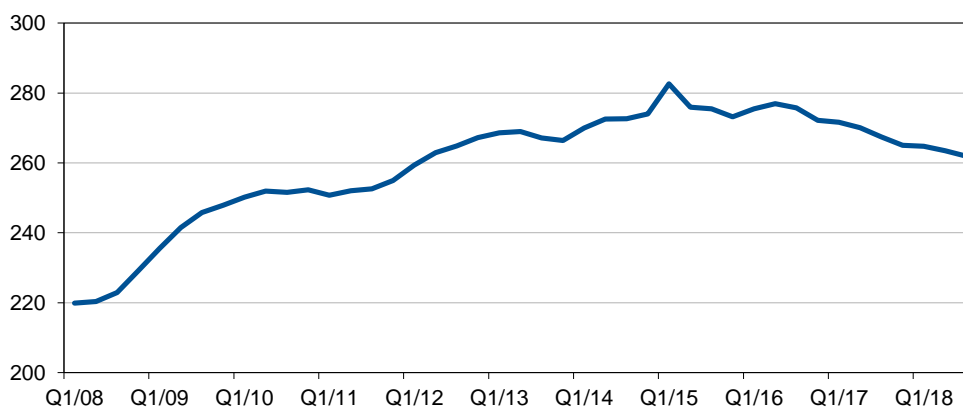
Kritiker der aktuellen westlichen Wirtschaftsordnung verweisen oftmals darauf, dass in den letzten Jahrzehnten grundsätzlich immer mehr Kreditwachstum notwendig war, um die Wirtschaftsdynamik zu erhalten. Dadurch sind die Schuldenquoten notgedrungen weiter gestiegen. Das kreditgetriebene Wachstumsmodell sei an seine Grenzen gekommen, was das anhaltende Zinsniveau von 0 % dokumentiere. Infolgedessen versucht der Staat, das im Finanzsystem geschaffene Vermögen durch Haushaltsdefizite und steigende Staatsverschuldung in die Realwirtschaft zurückzuführen. Tatsächlich stützen gerade die Staatssektoren von Industrieländern permanent die Nachfrage. Sie wirken als Intermediär zwischen Finanz- und Realwirtschaft und sorgen durch Anleiheemissionen – die kein neues Vermögen darstellen – für einen Rückfluss von

Finanzvermögen in die Realwirtschaft, was weiter steigende staatliche Schuldenquoten zur Folge hat. Eine hohe private Verschuldung in Verbindung mit hoher Staatsverschuldung sind ein Indiz für ineffektive Geldpolitik und nicht für nachhaltiges Wachstum. In diesem Zusammenhang wird häufig auf Verdrängungseffekte verwiesen, die zu höheren Renditen führen. In der Realität gehen aber steigende Staatsschuldenquoten eher mit sinkenden (risikofreien) Renditen einher, da die Notenbank angesichts einer grundsätzlich schwachen Nachfrage eine unterstützende Geldpolitik verfolgt. Die Entwicklung der Renditen in den USA oder Japan sind Beispiele dafür.

Ein Schuldenschnitt als Antwort auf hohe Schuldenquoten ist nur bedingt hilfreich. Zwar wird der überschuldete Teil einer Volkswirtschaft dadurch wieder in die Lage versetzt, neue Kredite zu nutzen, um die effektive Nachfrage auszuweiten. Jedoch würde der Vermögensverlust auf der anderen Seite negative Konsequenzen in Form von Investitionsrückgängen mit sich bringen. Auch sind weniger Kreditwachstum und geringerer Vermögensaufbau nicht die Lösung, da beides die Nachfrage belastet. Für eine Volkswirtschaft bergen Schuldenschnitte das Risiko eines Nachfrageeinbruchs, hoher Arbeitslosigkeit und fallender Vermögenswerte. Hinzu kommt zunehmende Deflationsgefahr infolge einer schrumpfenden Geldmenge. Die „große Depression“ war maßgeblich auf einen Geldmengenrückgang und damit auf schrumpfende Vermögenszuflüsse in die Realwirtschaft zurückzuführen.

Eine erfolgreiche Senkung der Schuldenquoten erfordert Wirtschaftswachstum, Sparen hingegen ist kontraproduktiv (siehe [IKB-Kapitalmarkt-News 30. November 2017](#)). Für eine einzelne Person mag Sparen eine Sanierungsoption darstellen, für eine Volkswirtschaft ohne externe Impulse durch Exportwachstum oder Auslandsinvestitionen ist es hingegen eine Katastrophe. **Doch wie kann eine Wirtschaft Wachstum generieren ohne eine steigende Schuldenquote, die Nachfrage schafft?** Indem ein hohes Maß an Finanzvermögen in die Realwirtschaft zurückfließt. Dabei geht es nicht nur darum, die Sparquote durch höheren Konsum zu senken. Vielmehr ist entscheidend, dass durch Kredite aufgebautes Vermögen nicht in der Finanzwirtschaft geparkt wird, sondern als Investitionen in die Realwirtschaft fließt. Durch Zweitrundeneffekte legt dann der Nenner der Schuldenquote stärker zu als der Zähler und Kredit- bzw. Schuldenquoten sinken. Wirtschaftswachstum und sinkende Schuldenquoten sind demnach weniger auf eine zurückhaltende Geldpolitik und bestimmt nicht auf Sparen zurückzuführen, sondern sie basieren auf der Bereitschaft, durch Kredite aufgebautes Vermögen in die Realwirtschaft zu investieren. Wie Abb. 3 zeigt, sinkt die Schuldenquote in der Euro-Zone seit 2015, dem ersten Jahr mit höherem Wirtschaftswachstum. Der Rückgang ist allerdings vor allem auf abnehmende Staatsschuldenquoten und nicht auf einem stärkeren Wirtschaftswachstum in Relation zur Kreditvergabe zurückzuführen. Die Kreditquote in der Euro-Zone verläuft in den letzten Jahren eher seitwärts.

Abb. 3: Euro-Zone: Gesamtverschuldung (Privatsektor und Staat); in % des BIP



Quellen: Eurostat; IKB

Fazit: Notenbanken versuchen schon seit Jahren, die Kreditvergabe anzukurbeln. Kritiker betrachten die steigenden Schuldenquoten des Privatsektors zunehmend als Risiko und stellen deshalb die Sinnhaftigkeit bzw. Nachhaltigkeit der aktuellen geldpolitischen Ausrichtung infrage. Doch grundsätzlich sollte eine effiziente Geldpolitik eher zu sinkenden und nicht steigenden Schuldenquoten führen, da sie sowohl die Kreditvergabe als auch die Verwendung des dadurch geschaffenen Finanzvermögens positiv beeinflusst: Sie lenkt zusätzliche Finanzströme in die Realwirtschaft, die weiteres Wirtschaftswachstum generieren.

Allerdings haben es viele Staaten – insbesondere in der Euro-Zone – bisher versäumt, die dafür notwendigen Rahmenbedingungen zu schaffen und entsprechende Reformen anzustoßen, sodass sich der geldpolitische Einfluss primär auf die Kreditvergabe beschränkt; mit steigenden Schuldenquoten als logischer Konsequenz.

Die EZB wird in ihrer Sitzung im März 2019 Zinsanstiege in die ferne Zukunft verschieben. Die Vermutung liegt nahe, dass dies angesichts der Reformträgheit eher zu steigenden als sinkenden Schuldenquoten führt.

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

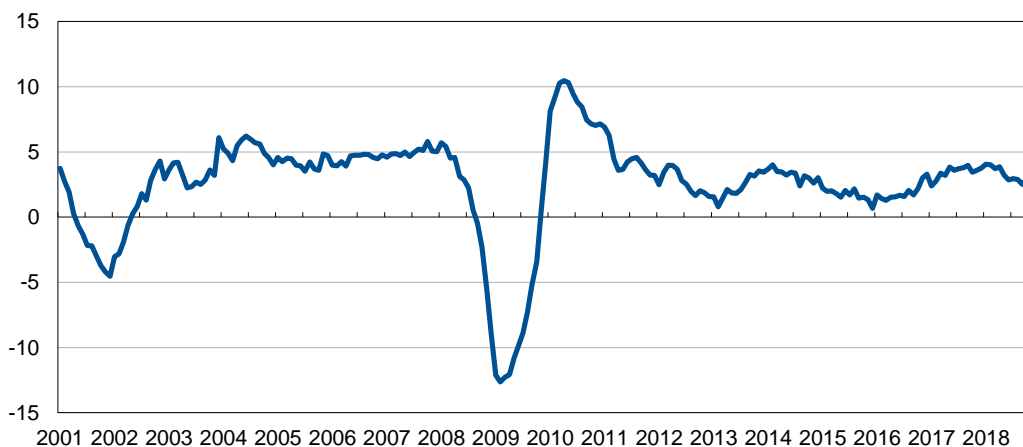
Konjunkturausblick: Globale Risiken spielen untergeordnete Rolle!

Globale Risiken trüben das Bild, ...

Es vergeht fast kein Tag, an dem Notenbanken und Prognostiker bei ihrer Konjunktüreinschätzung nicht auf globale Risiken verweisen. Auch die Fed attestierte der US-Wirtschaft zwar jüngst ein robustes Bild, warnte allerdings vor weltweiten Gefahren. Dabei sind die USA im Vergleich zu den Staaten der Euro-Zone eher eine geschlossene Volkswirtschaft und deshalb von globalen Entwicklungen weniger stark betroffen. Die globalen Risiken haben allerdings aufgrund der US-Handelspolitik und der Möglichkeit eines Handelskriegs zugenommen, auch wenn der Brexit für die Euro-Zone von größerer realwirtschaftlicher Relevanz sein dürfte, während in China vor allem regionale Wirtschaftsindikatoren und insbesondere die hohe private Verschuldung kritisch betrachtet werden.

Ist die aktuelle globale wirtschaftliche Entwicklung nun die Folge einer klassischen konjunkturellen Abkühlung oder Ergebnis eintretender globaler Risiken? Der Unterschied mag entscheidend für das Ausmaß der weltweiten Eintrübung sein. Steuern wir auf einen „soft-patch“ zu, eine Rezession oder gar eine eskalierende Krise? Wenn tatsächlich globale Risiken Realität werden, steigt die Wahrscheinlichkeit einer synchronen und deutlichen Abkühlung, da das systematische Risiko alle Länder „mit sich zieht“ – wie in der Finanzkrise 2008/09. Wenn der aktuelle konjunkturelle Gleichlauf jedoch eher auf einzelne regionale wirtschaftliche Entwicklungen zurückzuführen ist, die aufgrund der intensiven globalen Vernetzung der Volkswirtschaften einen gewissen Gleichlauf bewirken, dann stellt sich der Ausblick weniger kritisch dar. Die Risiken sind in diesem Fall diversifizierter. Auch dürften regionale wirtschaftspolitische Maßnahmen positive Impulse setzen und die Weltkonjunktur im Verlauf von 2019 wieder stabilisieren. China hat diesbezüglich bereits Maßnahmen eingeleitet, und auch die US-Notenbank reagiert durch ihre Normalisierungspolitik bereits mit Bedacht.

Abb. 1: Weltindustrieproduktion; Veränderung zum Vorjahr in %



Quellen: CPB; IKB

Aktuell ist zwar eine synchrone Konjunktorentwicklung wichtiger Volkswirtschaften zu beobachten, die für einen gemeinsamen Treiber und damit ein systematisches, weltweites Risiko spricht. Dennoch lässt sich die derzeitige deutliche Abkühlung einzelner Länder vor allem durch lokale Treiber erklären. Hierzu gehören das Abflauen der US-Steuereffekte und der „Shutdown“ der US-Regierung, die politische Unsicherheit in Italien und der Brexit ebenso wie eine Reihe von Risiken in China. Es ist der hohe globale Vernetzungsgrad, der einzelne Abkühlungstendenzen zu einer synchronen Abkühlung eskalieren lässt – wie auch schon 2013 oder 2015. China, das rund ein Drittel zum Weltwachstum beiträgt, spielt hierbei sicherlich eine entscheidende Rolle. Eine überraschend starke Abkühlung der chinesischen Wirtschaft würde das systematische Risiko für die Weltkonjunktur erhöhen. Allerdings sollte diese Gefahr nicht überbewertet werden, da die chinesische Regierung diese Gefahr entscheidend entschärfen kann. Eine Konjunkturabkühlung in China ist nicht unausweichlich, sondern eher eine Frage der Handlungsbereitschaft der chinesischen Behörden, die schon reagiert haben und nach wie vor über einen ausreichenden Handlungsspielraum verfügen.

Die aktuelle Verlangsamung der globalen Industrieproduktion lässt dennoch viel Raum für Spekulation. Während eine Wiederholung des Verlaufs von 2013 bzw. 2015 auf ein „soft-patch“ hindeutet, würde eine Entwicklung wie im Jahr 2001 eher eine globale Rezession erwarten lassen. Doch nur bei eskalierenden globalen Risiken ist mit einem Einbruch ähnlich wie in der Finanzkrise 2009 zu rechnen. Aktuelle Prognosen für die Weltwirtschaft gehen von einem Wachstum von 3,5 % im Jahr 2019 aus und damit von einer ähnlichen Dynamik wie 2015. Doch wie belastbar sind diese Prognosen? Wie ist die weitere Entwicklung möglicher globaler Risiken in diesem und im nächsten Jahr einzuschätzen?

Tabelle 1: Reales BIP-Wachstum in % zum Vorjahr

	Ø 13-17	2017	2018S	2019P
USA	2,2	2,2	2,9	2,5
Euro-Zone	1,4	2,3	1,8	1,4
Russland	0,3	1,9	1,7	1,6
China	7,1	6,8	6,6	6,3
Indien	7,1	6,7	7,3	7,4
Brasilien	-0,6	0,7	1,3	2,0
Japan	1,2	1,6	0,7	0,8
Rest	3,1	3,1	3,0	2,8
Welt	3,4	3,7	3,7	3,5

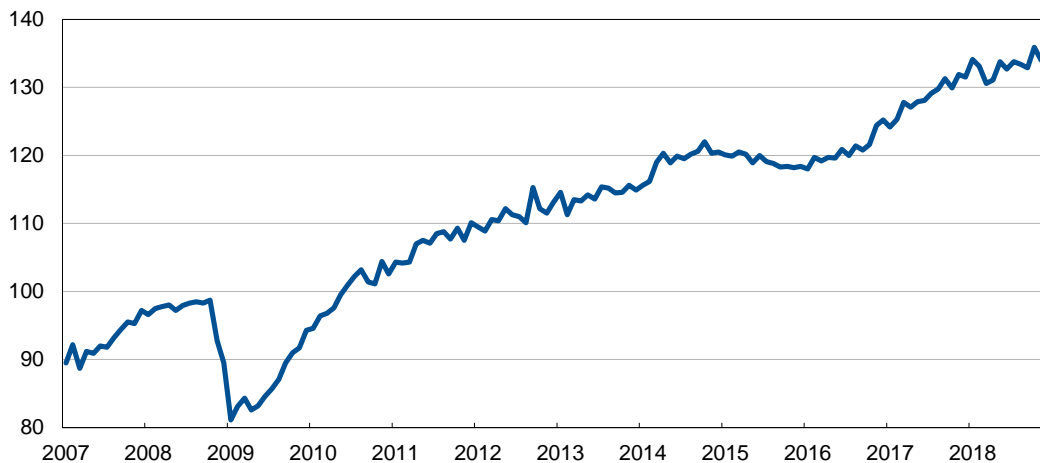
Quellen: EIU; S = Schätzung; P = IKB-Prognose

... diese sind allerdings schwer zu finden

Welches Risiko wird aktuell als global eingeschätzt und wie ist es gegebenenfalls zu bewerten? Eine Sorge, die immer wieder im Fokus steht, ist ein **Handelskrieg**, ausgelöst durch die US-Handelspolitik. Hierbei ist jedoch zu betonen, dass nicht ein Handelskonflikt zwischen einzelnen Ländern ein globales Risiko darstellt. Es ist vielmehr die Gefahr eines effektiven Rückgangs des weltweiten Offenheitsgrads, der das Weltwachstum bedeutend belasten würde. Deutschland wäre mit seinem hohen Offenheitsgrad besonders betroffen. Die Gefahr eines Rückgangs des weltweiten Offenheitsgrads ist aber eher überschaubar (siehe *IKB-Kapitalmarkt-News 24. Juli 2018*), weil die USA im globalen Kontext kein Schwergewicht im Handel darstellen. Zudem bleibt abzuwarten, ob ein neues Handelsabkommen zwischen den USA und China den bilateralen Handel reduzieren oder zu einer weiteren Öffnung Chinas führen wird. Ähnliche Unsicherheiten gelten für den Brexit. Obwohl das Handelsvolumen womöglich kurzfristig stark belastet werden könnte, dürfte das ein eher temporärer Effekt sein und ist im Kontext des globalen Handelswachstums eher zu vernachlässigen.

Trotz der anhaltenden Diskussion um die US-Handelspolitik und Zolleinführungen bzw. -erhöhungen auf bestimmte Güter ist der Offenheitsgrad der Weltwirtschaft 2018 nicht geringer geworden. Dennoch sollte für 2019 mit einem nachlassenden Wachstum der globalen Industrieproduktion und auch des weltweiten Handelsvolumens gerechnet werden. Doch dies ist weder Folge der US-Handelspolitik, noch machen sich hier globale Risiken bemerkbar. Es handelt sich um die Folgen der aktuellen nachlassenden konjunkturellen Dynamik.

Abb. 2: Containerumschlag-Index, 2010 = 100



Quelle: RWI/ISL

Häufig wird zudem die Meinung vertreten, dass hohe **Schuldenquoten** in Kombination mit der Niedrigzinspolitik ebenfalls ein globales Risiko darstellen. Bei den Vorstellungen zur Lösung des Problems wird es allerdings schwammig: Denn einen Schuldenabbau will keiner, da dieser deutlich negative Implikationen für die Wirtschaft mit sich bringt. Auch ist man sich einig, dass die EZB in Anbetracht der Konjunkturlage eher vorsichtig agieren muss und die für 2019 avisierte Zinsanhebung verschieben sollte. Grundsätzlich bleibt festzuhalten, dass mit jeder Kreditverschuldung eine gleichwertige Vermögensposition geschaffen wird, sodass Überschuldung immer nur einen Teil einer Volkswirtschaft betrifft. Das Problem ist also nicht die Überschuldung, sondern die Tatsache, dass Schulden und Vermögen ungleich verteilt sind, so dass unterm Strich die Nachfrage in der Wirtschaft schwach verläuft. Insgesamt sollte demnach das Risiko steigender Schuldenquoten nur deshalb relevant sein, weil es ein Zeichen für eine nicht ausreichende Nachfrage bzw. nicht ausreichendes Wachstum ist und dementsprechend noch auf lange Sicht niedrige Zinsen erfordert.

Unsicherheit bleibt ein grundsätzliches Thema für die Weltkonjunktur. Der Gedanke von selbst erfüllenden Prophezeiungen ist nicht völlig abwegig. Allerdings zeigt sich seit der Finanzkrise keine erhöhte Volatilität in der Realwirtschaft bzw. beim globalen Konjunkturzyklus (siehe Abb. 1). Im Vorfeld der aktuellen Eintrübung gab es auch keine euphorisch positive Stimmung, die zu einem überzogenen Investitionsverhalten geführt hat. Deshalb besteht auch kein Risiko einer deutlichen Korrektur des Investitionsverhaltens. Eine klassische Rezession in Folge drastischer Überkapazitäten ist nicht in Sicht. Dies gilt sowohl für Deutschland wie für die Euro-Zone.

Deutsche Wirtschaft: Rückblick und Ausblick

Die deutsche Wirtschaftsleistung stagnierte im vierten Quartal 2018, nachdem sie im dritten Quartal um 0,2 % nachgab. Für das Gesamtjahr 2018 ergab sich damit kalenderbereinigt ein Wachstum von 1,5 % (unbereinigt 1,4 %). Nach den vorläufigen Angaben (detaillierte Zahlen liegen noch nicht vor) kamen Ende 2018 positive Impulse aus dem Inland: Es wurde mehr investiert in Bauten und auch in Ausrüstungen. Der Staat konsumierte deutlich mehr, der private Verbrauch legte hingegen nur leicht zu. Vom Außenhandel kamen keine Wachstumsimpulse; Exporte und Importe stiegen in etwa in der gleichen Größenordnung. Damit müsste rein rechnerisch ein Lagerabbau im vierten Quartal stattgefunden haben, der zu der Stagnation führte.

Die deutsche Wirtschaft bleibt trotz Belebung des privaten Konsums in den letzten Jahren abhängig von der globalen Konjunktur (siehe [Kapitalmarkt-News 17. Januar 2019](#)). Dies liegt an ihrem hohen Offenheitsgrad in Kombination mit einer im internationalen Vergleich hohen Industriequote. Aufgrund der Erwartung einer globalen Konjunkturstabilisierung in der ersten Hälfte 2019 sowie einer Belebung in der zweiten Jahreshälfte bleibt eine BIP-Wachstumsprognose von rund 1 % risikoneutral. Die IKB erwartet eine Stabilisierung wesentlicher Frühindikatoren noch im ersten Quartal. Dazu gehören das ifo Geschäftsklima und die Auftragseingänge.

Fazit: Globale Risiken sind in aller Munde. Sie werden als Ursache der aktuellen konjunkturellen Eintrübung angesehen, die sich zu einem synchronen und bedeutenden Abschwung entwickeln könnte. Zu diesen Gefahren zählen ein Handelskonflikt, die weltweite Überschuldung und der Brexit.

Allerdings kann keines dieser Risiken die aktuelle globale Eintrübung ausreichend erklären. Es scheint sich eher um eine klassische Konjunkturabkühlung zu handeln, die wie in den Jahren 2013 und 2015 infolge einer starken globalen Vernetzung einen gewissen Gleichlauf mit sich bringt, vor allem bei offenen Volkswirtschaften wie der deutschen.

Zwar ist die Sorge über negative Entwicklungen in China aufgrund der immensen Bedeutung des Landes für die Weltwirtschaft nicht ganz unbegründet, kann aber aufgrund des ausreichenden Handlungsspielraums der chinesischen Regierung relativiert werden.

Die Wahrscheinlichkeit eines durch systematische Risiken induzierten und sich weiter beschleunigenden globalen Abschwungs ist deshalb gering. Die IKB erwartet aufgrund des schwachen Wachstums im vierten Quartal 2018 für Deutschland ein BIP-Wachstum in diesem Jahr von rund 1 %.

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

Daten auf einen Blick (21. Februar 2019)

Gesamtwirtschaft					
	Mrd. €	Reale Veränderung in % zum Vorjahr (kalenderbereinigt)			
	2018	2016	2017	2018	2019P
BIP	3.388,2	2,2	2,5	1,5	0,9
Privater Verbrauch	1.777,5	1,9	2,0	0,9	1,1
Staatsverbrauch	663,1	4,0	1,6	1,0	2,5
Ausrüstungsinvestitionen	226,0	2,2	4,6	4,4	2,4
Bauinvestitionen	214,6	3,5	3,8	2,5	3,0
Exporte	1.595,6	2,1	5,3	2,2	2,7
Importe	1.361,9	4,0	5,3	3,4	4,4
Verbraucherpreise		0,5	1,7	1,7	0,9
Frühindikatoren					
Index* 2015 = 100	2018	Veränd. in % zum Vorjahr	Dez 18	Jan 19	Feb 19
ifo-Geschäftsklima	103,0	-0,2	101,1	99,3	98,5
	2018	Veränd. in % zum Vorjahr	Okt 18	Nov 18	Dez 18
Auftragseingänge**	107,5	0,0	107,5	107,3	105,6
Produktion und Handel**					
Index* 2015 = 100	2018	Veränd. in % zum Vorjahr	Okt 18	Nov 18	Dez 18
Verarbeitendes Gewerbe	105,9	1,2	105,1	103,5	103,7
Bauhauptgewerbe	115,0	5,1	116,9	115,8	114,3
Einzelhandel (ohne Kfz)	106,2	1,1	106,8	108,5	103,8
Außenhandel nominal***					
	2018	Veränd. in % zum Vorjahr	Okt 18	Nov 18	Dez 18
Warenexporte Mrd. €	1.318,0	3,0	117,4	116,4	96,1
Warenimporte Mrd. €	1.089,9	5,7	98,4	96,0	82,1
Arbeitsmarkt**					
	2018	Veränd. in % zum Vorjahr	Nov 18	Dez 18	Jan 19
Erw. erbstätige in Mio.	44,714	1,5	44,872	44,914	-
Arbeitslose in Mio.	2,338	-5,9	2,277	2,265	2,263
Arbeitslosenquote in %	5,2		5,0	5,0	5,0
Wechselkurse					
		21.02.19	in 3M	in 6M	Ende 2019
1 € = ... US-\$		1,13	1,13	1,12	1,14
1 € = ... CHF		1,14	1,13	1,13	1,13
Zinsen in %					
3-Monats-Euribor		-0,31	-0,30	-0,27	-0,25
USD 3-Monats-Libor		2,64	2,80	3,00	3,10
10-jährige Bundesanleihen		0,11	0,25	0,30	0,40
10-jährige US-Staatsanleihen		2,66	2,80	3,00	2,90

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-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4492

Februar 2019
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz