

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: Stärkeres Risikobewusstsein belastet Ausblick **2**

Risiken wie der italienische Haushaltsstreit mit der EU, ein ungeordneter Brexit und die US-Handelspolitik lassen deutsche Unternehmer nicht unbeeindruckt • Konjunkturrisiken steigen • IKB revidiert BIP-Prognose abwärts, aber Ausblick bleibt grundsätzlich stabil

Kapitalmärkte: Noch kann die EZB Italien ignorieren, doch am Ende bestimmen Risikoprämien den EZB-Kurs **4**

Konflikt mit Italien bringt Erkenntnis, dass Euro-Zone noch viele Baustellen hat • EZB versucht sich rauszuhalten • Aber wenn Italiens Schuldenproblem eskaliert, werden die EU und die EZB zum Handeln gezwungen sein • Italien belastet Euro-Kurs, perspektivisch sollte Dollar-Kurs aber Abwertungspotenzial haben

Euro-Dollar-Wechselkurs: Achterbahnfahrt voraus? **6**

Fed hat Raum für weitere Zinsanhebungen, aber für die EZB ist es zu früh • Kurzfristiges Euro-Abwertungsrisiko resultiert aus der EZB-Geldpolitik und Italiens Wirtschaftspolitik • Mittelfristig besteht aber Euro-Aufwertungspotenzial

Aktienmärkte: Luftloch oder Strömungsabriss? **9**

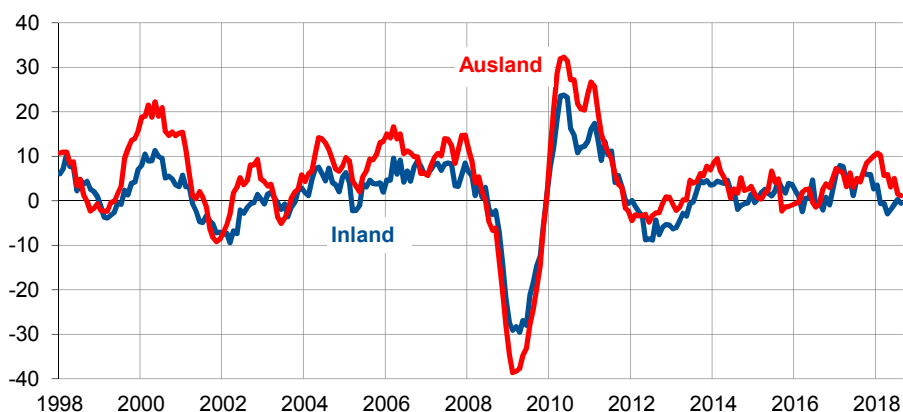
Aktienmärkte signalisieren Zweifel an der Nachhaltigkeit der globalen Konjunktur • Trotz aktuell schwächerer Wirtschaftsdaten und Prognoserevisionen bleibt der Ausblick grundsätzlich günstig, so dass kein Strömungsabriss zu erwarten ist • Italien- und Brexit-Risiken halten allerdings die Volatilität der Märkte hoch

Italien: Regierung der fehlenden Verantwortung **11**

Anhaltender Reformmangel trotz akuten Bedarfs • Budgetprognose der italienischen Regierung – eine Märchenstunde • Ratingagenturen urteilen noch milde • Dennoch Italien wird ein schwieriges Thema für die EU, die Euro-Konjunktur, den -Devisenkurs und auch für die EZB bleiben

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat



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

BIP-Wachstum

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

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

Deutsche Konjunktur: Stärkeres Risikobewusstsein ...

Die Hoffnung war groß, dass nach der konjunkturellen Delle in der ersten Jahreshälfte 2018 die Wachstumsdynamik im zweiten Halbjahr wieder zulegen würde. Gründe hierfür gab es genug. Zum einen wurde die Konjunkturabschwächung als Verschnaufpause und nicht als Einbruch gewertet, da Investitionen im Vorfeld keine Anzeichen einer deutlichen Übertreibung zeigten, die zu Korrekturen hätten führen können. Zum anderen schien sich die Situation in den Schwellenländer weiter zu stabilisieren, während die Geldpolitik aller wichtiger Volkswirtschaften grundsätzlich unterstützend blieb und der Welthandel sich ebenfalls erholte. Zudem zeigen sich die Konsumenten in den USA, Europa und China trotz relativ hoher Schuldenquoten weiterhin in guter Kauflaune, was nicht zuletzt auf robuste Arbeitsmärkte in den jeweiligen Volkswirtschaften zurückzuführen ist.

Eine Kombination von Risiken wie die US-Handelspolitik, den bevorstehenden Brexit und eine erneute Euro-Krise im Umfeld der italienischen Fiskalpolitik (siehe *Beitrag S.11*) trüben hingegen die aktuelle Stimmungslage – auf den Aktienmärkten zum Teil deutlich. Hinzu kommen die Sorgen über steigende US-Zinsen, die den Ausblick der Schwellenländer mit Leistungsbilanzdefizit belastet. In Deutschland dämpft insbesondere die Sorge über die Nachhaltigkeit des nun schon länger anhaltenden Wirtschaftswachstums im Schatten hoher Schuldenquoten die Investitionsbereitschaft.

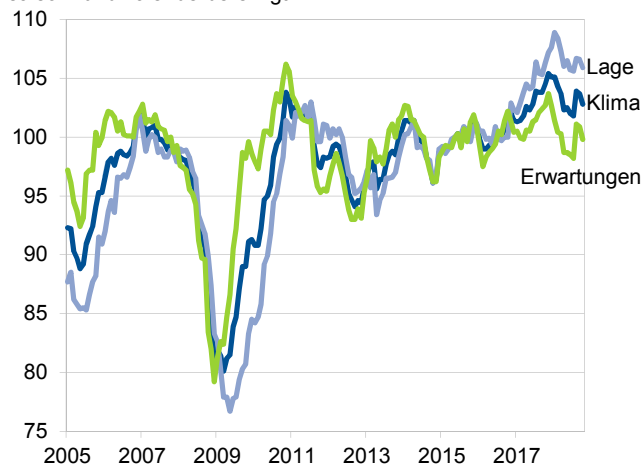
Angesichts all dieser Risiken ist es nicht überraschend, dass Wachstumsprognosen in den letzten Wochen vielfach nach unten angepasst wurden. Dabei erwecken die Schlagzeilen den Eindruck, dass die deutsche Konjunkturdynamik vor dem Hintergrund der Risiken zum Erliegen gekommen ist. Doch die meisten Institute prognostizieren immer noch ein deutsches BIP-Wachstum, das 2019 über dem Wachstumspotenzial liegt. Insbesondere der weiterhin positive Ausblick für den privaten Konsum verleiht der deutschen und europäischen Konjunktur Stabilität. Exporte und Investitionen sind hingegen BIP-Größen, deren Prognose mit einem deutlichen höheren Risiko verbunden ist. Der Ausblick für das BIP-Wachstum 2019 bleibt zwar relativ stabil bis gut. Doch die Summe der möglichen Risiken zeigt, wie unsicher die aktuellen Wachstumsprognosen zu sein scheinen. In Anbetracht der hohen Unsicherheit ist deshalb eine Wachstumsspanne bei den Prognosen angebrachter als ein konkreter Wert. Da das Prognoserisiko nach unten gerichtet ist, sind die aktuellen Schätzungen eher am oberen Rand der möglichen Spanne zu finden, der nach wie vor positive Ausblick für den privaten Konsum begrenzt die Spanne nach unten.

In einem Umfeld größerer Risiken und eines stärkeren Bewusstseins dessen, was alles schief gehen kann, können einzelne Entwicklungen oder Nachrichten eine unverhältnismäßig große Bedeutung bekommen. Hierzu zählt auch die Entwicklung der US-Konjunktur. Sie befindet sich zwar aktuell auf einem Höhenflug, auch dank der US-Fiskalpolitik mit ihren Steuersenkungen. Doch hieraus ergeben sich nur kurzfristige Wachstumsimpulse; die Gefahr steigt, dass die US-Wirtschaft 2019/20 deutlich an Dynamik verliert.

... belastet Ausblick

ifo Geschäftsklima, 2015 = 100

saison- und kalenderbereinigt



Quelle: ifo Institut

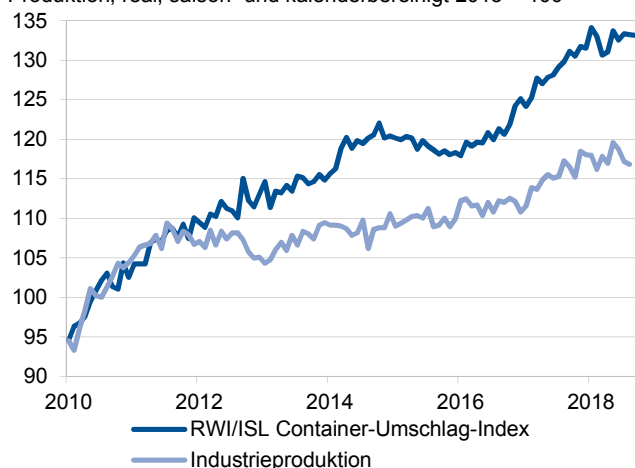


ifo Geschäftsklima - Rückgang nicht überraschend

Die vielen Risiken haben die Unternehmen in Deutschland nicht unbeeindruckt gelassen. Das ifo Geschäftsklima ist im Oktober auf 102,8 Punkte gefallen, nach 103,7 Punkten im September. Die Unternehmen waren dabei weniger zufrieden mit ihrer aktuellen Geschäftslage. Dieser Teil-Index sank um 0,5 Zähler. Aber vor allem der Optimismus der Unternehmen für die kommenden Monate hat nachgelassen. Dieser Teil-Index fiel relativ deutlich um 1,1 Punkte auf 99,8 Punkte. Auch wenn die Stimmung an den Aktienmärkten sicherlich von Übertreibung gekennzeichnet sein könnte, sollten die Implikationen einer deutlichen Bewegung des ifo Index für den deutschen Konjunkturverlauf jedoch nicht banalisiert werden.

Containerumschlag und deutsche Industrieproduktion

Produktion, real, saison- und kalenderbereinigt 2015 = 100

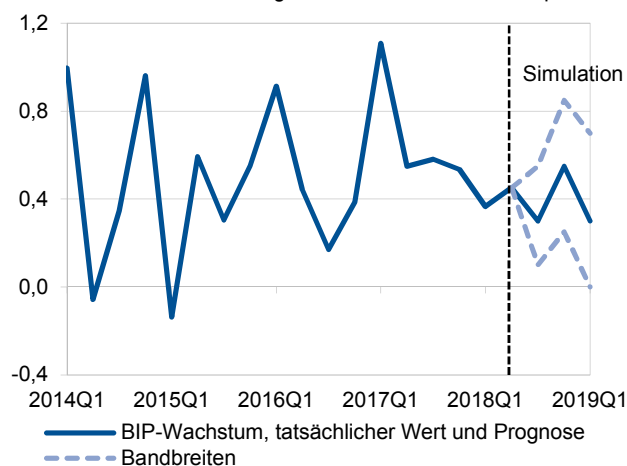


Quellen: RWI/ISL; Statistisches Bundesamt



Deutschland: vierteljährliches, reales BIP-Wachstum

Saison- und kalenderbereinigt; Wachstum in % zum Vorquartal



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Simulation

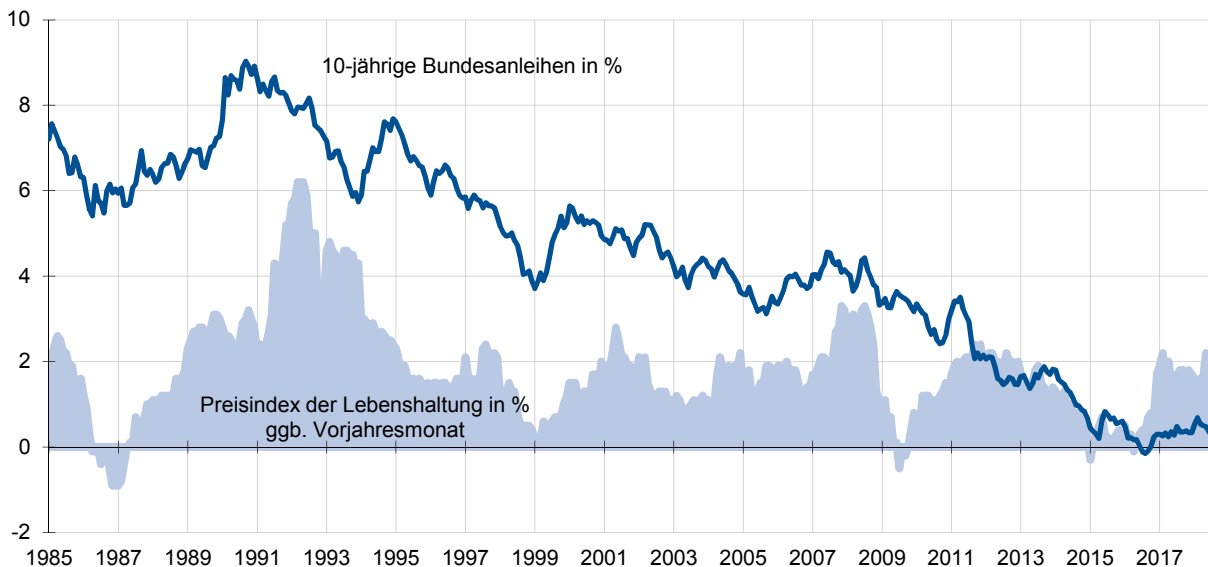


Deutscher Wachstumsausblick im Umfeld zunehmender Unsicherheiten

Die Veränderung des Index bleibt der entscheidende Frühindikator für den kurzfristigen BIP-Verlauf Deutschlands. Allerdings sind es die Quartalsdurchschnitte, die von Relevanz sind, und nicht einzelne monatliche Veränderungen. Das ifo Geschäftsklima für Oktober ist der erste Wert für das vierte Quartal. Angesichts der globalen und europäischen Konjunktorentwicklung ist in den verbleibenden Monaten des Jahres nicht von einer bedeutenden Aufhellung der Stimmung auszugehen. Gleichzeitig bleibt allerdings das Konsumentenvertrauen auf einem stabil hohen Niveau. Es ist daher zu erwarten, dass der Konsumzuwachs aufgrund des steigenden realen verfügbaren Einkommens weiterhin relativ stabil bleibt. Die untere Abbildung zeigt die auf den Veränderungen des ifo-index basierende BIP-Wachstumsspanne. Die Veränderung des Durchschnittswerts des ifo-Index im vierten Quartal deutet auf eine Wachstumsverlangsamung im ersten Quartal 2019 hin. Das BIP-Wachstum würde demzufolge 2018 bei 1,8 % liegen und 2019 bei 1,7 %. Vor allem für das kommende Jahr hat sich das Bild somit etwas eingetrübt. Dies ist angesichts der Risiken durchaus nachvollziehbar; das Risiko bleibt weiterhin eher nach unten gerichtet.

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

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



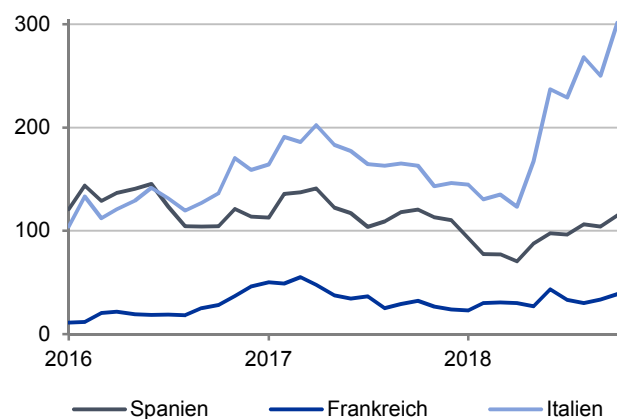
Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Noch kann die EZB Italien ignorieren, ...

Risikoprämien in bp

Jeweils Differenz zu 10-jährigen Bundanleihen



Quelle: Bloomberg

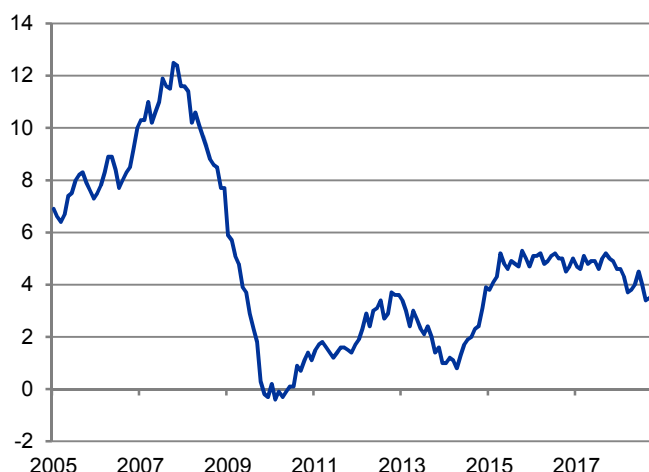


Der Ausblick für die Wirtschaft und Finanzmärkte war in den letzten Tagen und Wochen durch erhöhte Unsicherheit gekennzeichnet. Dies bezieht sich auf globale Risiken wie die Ausgestaltung des Brexit, die US-Handelspolitik aber insbesondere auch den Haushaltskonflikt zwischen der EU und Italien. Ausgeweitete Risikoprämien und der Konfrontationskurs zwischen der italienischen Regierung und der EU haben viele Akteure aufgeschreckt und zu der Erkenntnis gebracht, dass die Euro-Zone in vielen Bereichen immer noch eine Baustelle ist. Für ihre Schuldentragfähigkeit benötigt sie weiterhin ein anhaltend unterstützendes Konjunktur- und Zinsumfeld.

Zeiten, in denen verstärkt auf die Handlungsbereitschaft der EZB geschaut wird, ist eine Pressenkonferenz zur europäischen Geldpolitik ein herausforderndes Unterfangen. Auf der einen Seite musste die EZB eine Ausweitung der italienischen Risikoprämien verhindern, weshalb sich eine klare und eindeutige Ablehnung der italienischen Position verbot. Gleichzeitig war das Gebot der Stunde, keine falschen Anreize zu setzen; denn Risikoprämien sollen disziplinieren, ohne die italienische Schuldentragfähigkeit bzw. das europäische Bankensystem so zu gefährden, dass ein Einschreiten der EZB unausweichlich wird. Indem die EZB die Entwicklungen in Italien als ein fiskalisches Thema und damit als kein monetäres klassifizierte, erreichte sie kurzfristig ihr Ziel, nicht in die Entwicklungen involviert zu werden bzw. diese nicht zu beeinflussen. Doch wie lange sie diesen Kurs beibehalten kann, bleibt abzuwarten. Denn die EZB kann sich der Unsicherheit, die von Italien ausgeht, nicht entziehen, da sie für Preisstabilität in der Euro-Zone zuständig ist, die bei einem kollabierenden italienischen und womöglich europäischen Bankensystem klar gefährdet ist. Dies gilt vor allem auch deshalb, weil sich die Geldmenge in der Euro-Zone immer noch nicht ausreichend ausweitete hat – zumindest was den Zufluss in die Realwirtschaft angeht. Grundsätzlich kann es der EZB auch nicht egal sein, wenn das drittgrößte Euro-Land, das neben Griechenland mit 131,8 % die höchste Verschuldung aller Euro-Länder aufweist und eine Fiskal- und Reformpolitik verfolgt, die jegliche Schuldentragfähigkeit in Frage stellt.

... doch am Ende bestimmen Risikoprämien den EZB-Kurs

Euro-Zone: Geldmenge M3; Veränderung in % YoY



Quelle: Bloomberg



Die Risikoprämien Italiens haben sich zwar ausgeweitet; ob sie jedoch eine disziplinierende Wirkung haben oder eher für eine Zuspitzung des Konfrontationskurses zwischen Italien und der EU sorgen werden, wenn Italien sich alleine nicht mehr refinanzieren kann, bleibt abzuwarten. Aktuell verhält sich die italienische Regierung so, als ob das Land über eine eigene Notenbank verfügt, die durch anhaltend niedrigere Zinsen die Schuldentragfähigkeit sichern kann (s. *Beitrag S. 11*). Der aktuelle Kurs ist jedoch nicht haltbar und führt über sich ausweitende Risikoprämien unweigerlich zu einer Schuldenkrise bzw. wird wichtige europäische Institutionen, die EZB eingeschlossen, zum Handeln zwingen. Die aktuelle Unsicherheit sollte jedoch die Beendigung des Aufkaufprogramms nicht verhindern. Auch ist weiterhin von einem Ende der Negativzinspolitik in der zweiten Jahreshälfte 2019 auszugehen, selbst wenn sich das Risiko für diese Einschätzung angesichts jüngster Entwicklungen erhöht hat.

10-Jahre US-Treasury-Rendite und Fed-Funds-Rate in %

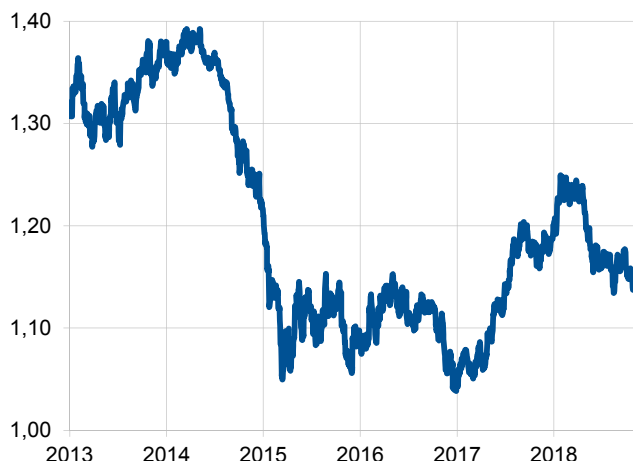


Quelle: Bloomberg



Die Fed sollte aller Voraussicht nach die Zinsen noch ein weiteres Mal in 2018 anheben. Auch im dritten Quartal ist die US-Wirtschaft mit einem Plus von 3,5 % auf Jahresbasis durchaus ordentlich gewachsen und bestätigt die aktuellen Prognosen. Für 2019 bleibt der Ausblick für weitere Zinsanstiege der Fed bestehen. Allerdings könnte die prozyklische Fiskalpolitik zu einer bedeutsamen Wachstumsverlangsamung in 2019 und 2020 führen, was den Spielraum der Fed ab der zweiten Hälfte 2019 einengen könnte. Denn bereits eine Verlangsamung der Wachstumsdynamik sollte die Fed dazu bewegen, sich von ihrem aktuellen Kurs der graduellen aber kontinuierlichen Zinsanhebung zu verabschieden. Die Fed-Funds-Rate sollte dann auf einem Niveau zwischen 3,00 % und 3,25 % liegen.

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



Quelle: Bloomberg



Für den EUR-USD-Ausblick scheinen die Prognoserisiken ebenfalls zu steigen. Auf der einen Seite belasten die Entwicklungen um Italien den Euro-Kurs. Auch das Zinsdifferenzial spricht eher für eine USD-Stärke. Auf der anderen Seite allerdings dürfte die US-Handelspolitik perspektivisch den Fokus verstärkt auf einen schwachen USD-Kurs legen, vor allem wenn eine nennenswerte Reduzierung des Leistungsbilanzdefizits weiterhin das angestrebte Ziel ist (s. *Beitrag S. 6*).

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

Euro-Dollar-Wechselkurs: Achterbahn voraus?

Fed hat Fenster für weitere Zinsanhebungen, ...

Die Stimmung von Unternehmen und Konsumenten in den USA ist hervorragend, und das BIP-Wachstum liegt über Potenzial: Die Rahmenparameter für die US-Wirtschaft geben der Fed also viel Raum, die Zinsen anzuheben – auch weil mit tendenziell steigendem Lohndruck die Inflationsrate auf Sicht weiter steigen sollte. Und als ob dies noch nicht genug ist, erweitert Trumps Handelspolitik den Spielraum der Fed weiter. Denn höhere Zölle könnten zu steigenden Importpreisen führen, was wiederum Inflationsdruck erzeugt – vor allem angesichts der aktuellen Kaufkraft der US-Konsumenten. Die Fed agiert somit aktuell in einem außerordentlich unterstützenden Umfeld, was ihr Raum für die Normalisierung ihrer Geldpolitik verschafft. Da die USA zudem eine relativ geschlossene Volkswirtschaft darstellen, die vor allem durch den privaten Konsum getragen wird, haben globale Entwicklungen nur begrenzten Einfluss auf die US-Konjunktur.

Dieses Umfeld mag sich allerdings relativ schnell ändern, vor allem wenn die Effekte der US-Steuersenkungen nicht den erhofften nachhaltigen Wachstumseffekt mit sich bringen – wovon auszugehen ist, da die effektive Steuerlast für die US-Wirtschaft bereits vor den jüngsten Maßnahmen relativ niedrig und somit keine bedeutende Wachstumsbremse war. Die Fed sollte bis Ende 2019 die Zinsen weiter stetig anheben; eine Einschätzung, die sie gemäß jüngster Aussagen zu teilen scheint. Das sollte die Fed-Funds-Rate im Jahr 2019 auf ein Niveau von 3,0 % bis 3,5 % bringen. Doch darüber hinaus sollte die Fed relativ wenig Spielraum haben. Es bedarf keiner bedeutenden Eintrübung bei der US-Konjunktur, damit die Fed von weiteren Zinsanstiegen absieht. Eine Wachstumsdelle im Jahr 2020 wäre sicher ausreichend, während eine bedeutende Wachstumsverlangsamung Zinssenkungen der Fed für 2020 wahrscheinlich machen. Diese Risiken scheinen auch die Renditemärkte zu spiegeln.

10-jährige US-Renditen haben inzwischen ein Niveau von 3,25 % erreicht. Bei einer aktuellen Fed-Funds-Rate von 2,25 % ist die US-Zinskurve jedoch weiterhin relativ flach. Bei einer Fed-Funds-Rate von über 3 % 2019 mag sicherlich noch Luft nach oben bis auf ein Niveau zwischen 3,5 % und 4 % sein. Doch aufgrund der erwarteten Konjunkturrisiken im Jahr 2020 sollten sich solche Niveaus nicht lange halten können. Die US-Zinskurve wird also eher flach bleiben bzw. sogar flacher werden. Doch selbst kurzfristig ist kaum Platz für weitere deutliche Renditeanstiege. Die Korrektur an den Renditemärkten in den letzten Wochen zeigt eine Anpassung der Erwartungen, denen die US-Konjunktur nun erst einmal gerecht werden muss. So mögen die Konjunkturdaten weiterhin gut sein. Anhaltend positive Überraschungen, die zu erneuten Korrekturen bei den Erwartungen der Zinsmärkte führen, sollten allerdings angesichts der oftmals auf Rekordniveau stehenden Stimmungs- und Konjunkturindikatoren ausbleiben. Nur die US-Inflationsrate könnte noch nach oben überraschen, was allerdings den bereits erwarteten Weg der Fed eher bestätigen sollte, als dass eine ambitioniertere Straffung zu erwarten ist.

... doch für die EZB kommt das zu früh

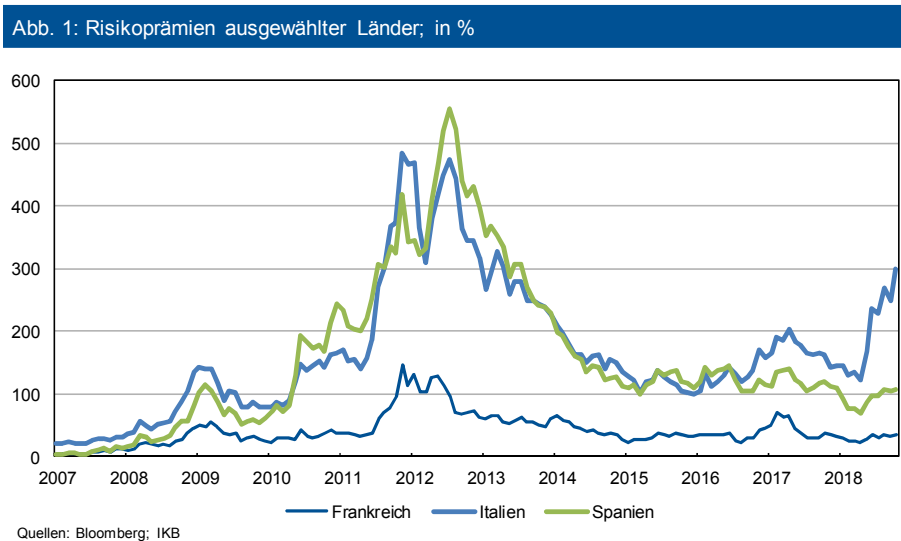
Für die EZB sind die US-Entwicklungen nur teilweise positiv. Zwar stützt die US-Wirtschaft die globale Konjunktur und somit auch die Exporte aus der Euro-Zone. Gleichzeitig stärkt die geldpolitische Straffung der Fed den US-Dollar. Auf der anderen Seite mag die Fed spätestens Ende 2019 ihre Zinsanstiege stoppen – vor allem, wenn sich Trumps Stimulierungspolitik als von eher kurzfristiger Wirkung erweist. So besteht durchaus die Möglichkeit, dass die Fed ihr angestrebtes oder finales Zinsniveau erreicht hat, bevor die EZB überhaupt eine erste Zinsanhebung ins Auge fassen kann. Eine erwartete Wachstumsverlangsamung in den USA im Jahr 2020 könnte das Fenster für eine europäische geldpolitische Wende deutlich einengen. Denn wenn die Fed die Zinsen nicht weiter anheben wird oder sie gar senkt, kann auch die EZB ihre Zinsen, wenn überhaupt, nur sehr begrenzt anheben, da dies zu einer deutlichen Aufwertung des Euro führen würde. Das wiederum würde gegen die Wachstums- wie auch Inflationsprognosen der EZB wirken und eine geldpolitische Straffung nach sich ziehen.

Neben der EZB-Geldpolitik und Inflationserwartungen bleiben US-Renditen wichtiger Bestimmungsfaktor für Bundrenditen. Schätzungen gehen davon aus, dass ein Anstieg von 10 bp bei US-Renditen deutsche Renditen um etwa 5 bis 7 bp ansteigen lässt. So hat auch der jüngste, deutliche Anstieg der US-Zinsen zur Korrektur bei Bund-Renditen geführt, obwohl der europäische Konjunkturverlauf aktuell größere Risiken aufweist. Ausweitende Risikoprämien haben diese Entwicklung für Italien noch verschärft. Aktuell hat sich eine effektive Straffung der europäischen Zinspolitik ergeben, die sicherlich nicht von der EZB gewünscht ist.

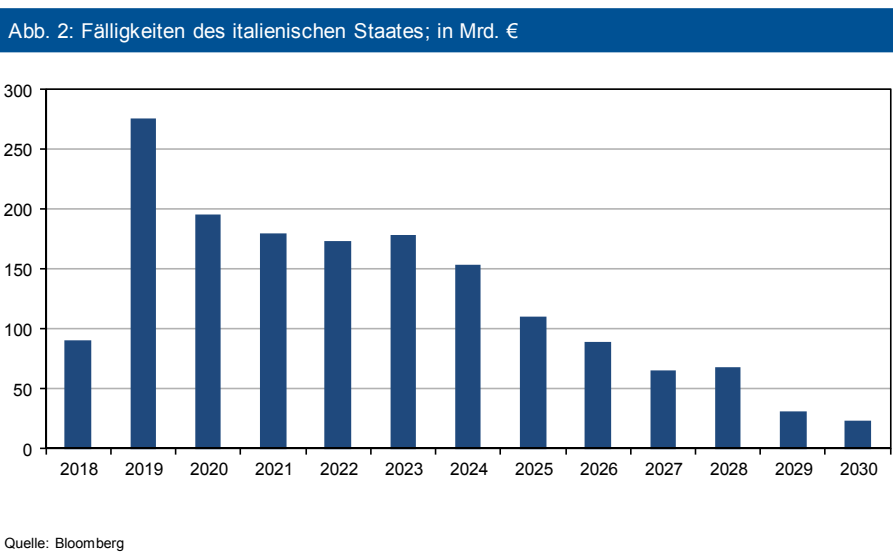
Sie will durch verbale Kommunikation und angestrebte Re-Investition eher eine relativ flache Zinskurve sicherstellen. Die Kombination von steigenden Renditen und sinkenden Wachstumserwartungen bzw. steigenden Konjunkturrisiken für Deutschland und die Euro-Zone hat zudem die Bewertungen im DAX unter Druck gesetzt.

Ausblick Euro-Dollar-Wechselkurs: Kurzfristige Abwertungsrisiken resultieren aus der EZB-Geldpolitik und Italiens Wirtschaftspolitik, ...

Devisenkurse sind generell kaum zu modellieren und zu prognostizieren. Theorien wie die der Kaufkraftparität sind nur als langfristiger Anker von Bedeutung (siehe IKB-Kapitalmarkt-News *Kaufkraftparität: Kein guter Indikator für Devisenkursentwicklungen*), während die Geldpolitik der letzten Jahre die als robust angenommenen Beziehungen von Variablen wie Zinsen und Devisenkurse oftmals deutlich verändert hat. **Das Zinsdifferenzial aber auch die italienischen Risikoprämien bleiben dennoch entscheidende Treiber des Euro-Dollar-Wechselkurses.**



Die italienischen Risikoprämien spiegeln, wie die Märkte den Zusammenhalt der Euro-Zone bzw. die zukünftige EZB-Politik einschätzen. Die Entwicklungen in Italien haben gezeigt, dass sich die Märkte nicht davor scheuen, Risiken einzelner Euro-Länder länderspezifisch zu beurteilen. Die Ausweitung der italienischen Risikoprämien hat das verdeutlicht. Das zeigt: die Euro-Zone wird nach Jahren konjunktureller Erholung und EZB-Niedrigzinspolitik immer noch als Baustelle wahrgenommen. Eine konjunkturelle Abschwächung, ausweitende Defizite und erneut steigende Schuldenquoten würden die Schuldentragfähigkeit vieler Euro-Länder in Frage stellen und ein hohes Konfliktpotenzial innerhalb der Euro-Zone offenbaren.



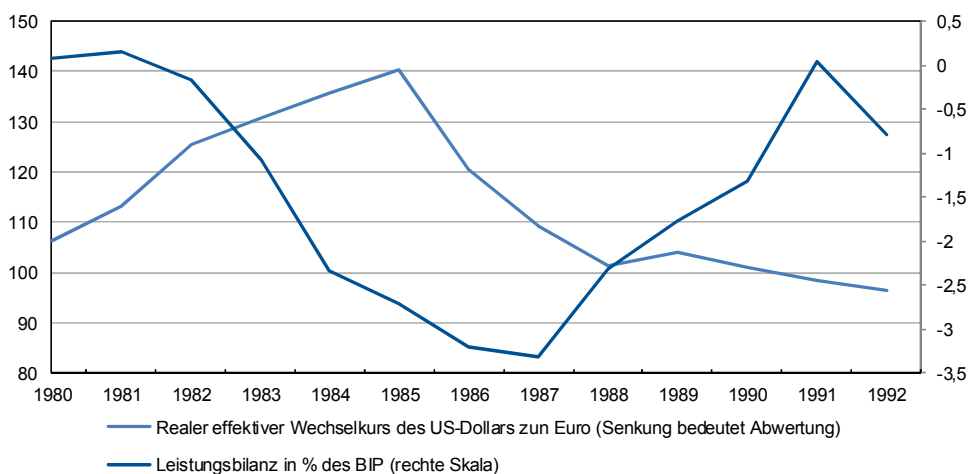
Aktuell haben steigende US-Renditen zur weiteren Ausweitung des Zinsdifferenzials zwischen US- und Bundrenditen geführt, was für einen stärkeren US-Dollar sprechen würde. Die ausweitenden Risikoprämien

Italiens verstärken diesen Trend. Da weder die US-Renditen kurzfristig nach unten korrigieren sollten, noch die abzusehende Herabstufung Italiens durch die Ratingagenturen Ende Oktober bewirken wird, dass sich die aktuelle italienische Wirtschaftspolitik ändert, wird der Druck auf den Euro-Dollar-Wechselkurs zunehmen. **Eine hohe Schuldenquote, schwaches Wachstum, ein hoher Refinanzierungsbedarf von rund 270 Mrd. € im Jahr 2019, die Herabstufung der Bonität, steigende Renditen und eine uneinsichtige Politik sind perfekte Voraussetzungen für eine eskalierende italienische Staatsschuldenkrise. So ist selbst das Risiko einer deutlichen Abwertung des Euro während der nächsten zwölf Monate nicht zu unterschätzen.**

... weichen aber mittelfristig dem Risiko einer Euro-Aufwertung

Doch es besteht nicht nur ein kurzfristiges Abwertungsrisiko für den Euro, mittelfristig ist ein Aufwertungsrisiko nicht unwahrscheinlich. Denn wenn die Entwicklung des US-Leistungsbilanzdefizits Trumps Maßstab für den Erfolg der US-Handelspolitik bleibt, wird die amerikanische Regierung früher oder später den Druck auf den US-Dollar erhöhen. Die angekündigten Zölle werden weiterhin nicht ausreichen, um eine angemessen große Preisveränderung von importierten Gütern sicherzustellen. Um die US-Leistungsbilanz zu verbessern, ist – wie in der zweiten Hälfte der 1980er-Jahre unter Trumps Vorbild Reagan – eine bedeutende Abwertung des US-Dollar erforderlich. Will Trump folglich das primäre Ziel seiner Handelspolitik erreichen, wird er über kurz oder lang vom Erfolg seiner aktuellen Maßnahmen enttäuscht werden. Dann wird sich sein Fokus zwangsläufig auf den US-Dollar richten. Steigt also im Jahr 2020 angesichts einer nachlassenden Konjunktur sowie einer bevorstehenden US-Präsidentschaftswahl der Druck auf Trump, Erfolge bei der Entwicklung der Leistungsbilanz vorweisen zu müssen, könnte sich dies vor allem in einer US-Politik niederschlagen, die mit Nachdruck eine Abwertung des US-Dollar betreibt. Die Geldpolitik der Fed, die zu diesem Zeitpunkt ihre Straffung bereits beendet haben sollte bzw. eine Zinssenkung möglicherweise ins Auge fasst, würde diese Politik zusätzlich stützen.

Abb. 3 : US-Leistungsbilanzsaldo und realer effektiver Wechselkurs



Quellen: BIZ; EIU; IKB-Berechnung

Fazit: Kurzfristig spricht viel für eine relative Stärke des US-Dollar gegenüber dem Euro. Die Fed wird weiterhin die graduelle, aber kontinuierliche Straffung ihrer Zinspolitik fortsetzen, während die EZB noch mindestens bis Mitte Sommer 2019 Zinserhöhungen vermeiden wird. Denn die aktuellen Konjunkturdaten der Euro-Zone sind alles andere als überzeugend. Vor allem zunehmende Zweifel an der italienischen Schulden-tragfähigkeit werden das Abwertungsrisiko des Euro im nächsten Jahr steigen lassen.

Mittelfristig nimmt hingegen die Wahrscheinlichkeit einer US-Abwertungspolitik zu. Denn US-Präsident Trump wird sein Ziel einer deutlichen Verbesserung der US-Leistungsbilanz mit der aktuellen US-Handelspolitik nicht erreichen. Dadurch könnte sich die US-Regierung im Jahr 2020 im Falle einer nachlassenden Konjunktur und angesichts anstehender Präsidentschaftswahlen genötigt sehen, eine Abwertung des US-Dollar zu forcieren. Nicht nur Devisenkurse von Schwellenländern, sondern auch der Euro könnte deshalb in den kommenden beiden Jahren einer erhöhten Volatilität ausgesetzt sein.

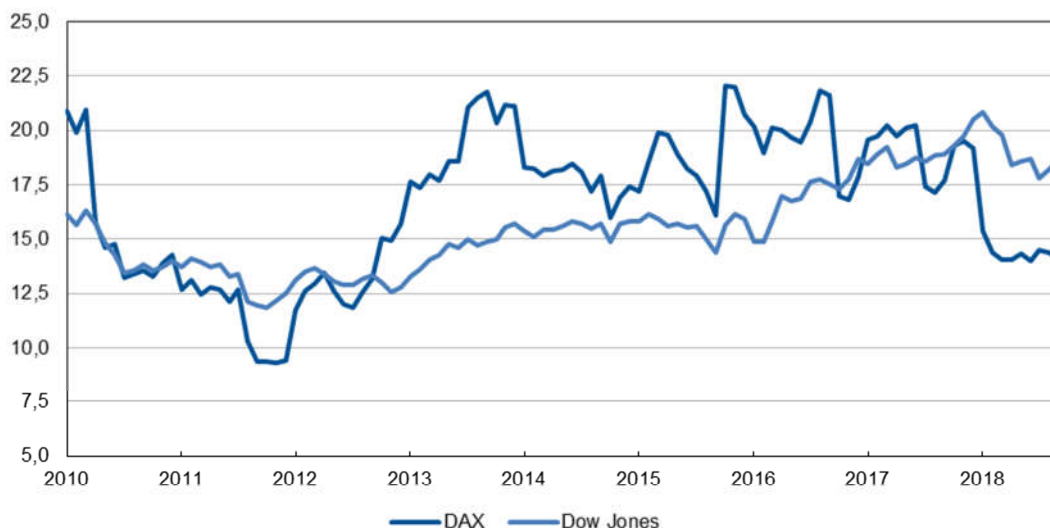
Dr. Klaus Bauknecht, Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Aktienmärkte: Luftloch oder Strömungsabriss?

Es gibt keine Alternative. Diese Aussage hat die Aktienmärkte die letzten Jahre begleitet –aufgrund der Geldpolitik wichtiger Notenbanken nicht völlig unbegründet. Niedrige Renditen und eine negative Zinspolitik haben Aktienmärkte zur sicheren Assetklasse heranreifen lassen. Denn sind stabile und real positive Renditen gefragt, sind dividendenstarke Aktien im Vergleich zu Anleihen von bonitätsschwachen und überschuldeten Staaten klar im Vorteil. Aktien konnten in den letzten Jahren aus jeglicher Sicht überzeugen: Erholte sich die Konjunktur, stiegen Gewinne und Bewertungen. Behielten die Pessimisten recht und die Weltwirtschaft zeigte ein anhaltend niedriges Wachstum, blieben die Zinsen auf lange Sicht niedrig und die Notenbanken stützten die Märkte durch Bilanzausweitungen. Stieg die Inflation in Folge der Geldpolitik half das den Gewinnerwartungen, auch weil steigende Inflation einher geht mit erhöhtem Nachfragewachstum und ausweitenden Margen. Der traditionelle Gedanke, dass Aktien deutlich riskanter sind als Staatsanleihen ist so in den Hintergrund geraten. In einem Umfeld von hohen Schuldenquoten und der Notwendigkeit anhaltend niedriger bzw. preisbereinigt deutlich negativer Zinsen ein nicht völlig abwegiger Gedanke. Dass höhere Zinsen Aktien belasten, ist unwahrscheinlich, da Zinsen nur steigen, wenn es der Konjunktur gut geht und diese trotz hoher Schuldenquoten anziehende Zinsen verkraften kann.

In den USA zeugen ein Wirtschaftswachstum von 4 % auf Jahresbasis, Stimmungsindikatoren auf Rekordniveau und eine Arbeitslosenquote auf Tauchstation von einer boomenden Wirtschaft. Und trotzdem hebt Fed die die Zinsen weiterhin nur zögerlich an und wird wohl kaum bedeutend über ihr Ziel von 3,0 % bis 3,5 % hinausschießen. Doch gerade hier könnte das Problem liegen. In den USA ist die Finanzpolitik über das Ziel hinaus geschossen. Denn zu all den positiven Zahlen kam noch eine Steuersenkung hinzu. Was wird 2019 und 2020 geschehen, wenn die realwirtschaftlichen Effekte der Steuersenkung auslaufen und die US-Wirtschaft im Verhältnis zum aktuellen Boom eine deutliche Abkühlung erfahren sollte? Aktuell existieren relativ wenige Konjunkturdaten, die die Märkte weiterhin positiv überraschen könnten. Die Zahlen sind zwar weiterhin gut, doch das Potenzial für euphorische Stimmung scheint aufgebraucht. So mögen die US-amerikanischen Aktienmärkte durchaus in ein Luftloch fallen, dass im schlimmsten Fall erst durch eine angepasste Geldpolitik der Fed bzw. entsprechende Ankündigungen durchbrochen werden kann. Sinkende Zinsen würden allerdings sinkende Kurs-Gewinn-Verhältnisse nach sich ziehen, zumindest kurzfristig, da sie eine sich eintrübende Konjunktur bestätigen würden.

Abb. 1 : Vergleich Kurs-Gewinn-Verhältnis DAX und Dow Jones



Quelle: Bloomberg

Beim DAX ist das Potenzial einer Korrektur sicherlich größer, – auch wenn die Bewertungen bereits deutlich korrigiert haben. Zinsen sind in Folge steigender US-Renditen angestiegen. Gleichzeitig wird schon länger an der weiteren positiven konjunkturellen Entwicklung in der Euro-Zone gezweifelt. Und mit der Situation in Italien kündigt sich der nächste Test für den Zusammenhalt der Euro-Zone an. Doch wie im Falle der USA ist es entscheidend, über die aktuellen Entwicklungen hinauszuschauen. Bestätigen sich die skizzierten

Sorgen, werden die Zinsen fallen und nicht steigen. Reale Renditen werden dann erneut deutlich ins Minus drücken und Bewertungen der Aktienmärkte perspektivisch stützen. Es gibt nur ein Szenario, bei dem der seit Jahren anhaltende Höhenflug der Aktienmärkte einen Strömungsabriss erfahren könnten: eine Stagflation: Schwaches Wachstum und dennoch steigende Inflation bzw. Zinsen. Die Chancen hierfür sind in einer globalisierten Welt mit verantwortungsbewussten Notenbanken eher überschaubar.

Im Falle des Dax sind noch die anhaltenden Zweifel an der Schulden Tragfähigkeit Italiens zu bewerten. Aufgrund des Verhaltens der italienischen Regierung ist davon auszugehen, dass der Zusammenhalt der Euro-Zone von den Finanzmärkten zunehmend getestet werden sollte. Deshalb ist mit erhöhter Nervosität und Volatilität auf den Märkten zu rechnen. Dies wird einhergehen mit steigenden Risikoprämien für Italien, aber auch mit sinkenden Bundrenditen. Diese Entwicklung sollte zudem ihre Spuren in der europäischen Konjunktur hinterlassen. Für global aufgestellte Unternehmen oder Volkswirtschaften werden die negativen Auswirkungen durch einen schwachen bzw. abwertenden Euro gedämpft. Aus diesem Grund mag es attraktiv sein in Europa trotz negativer Renditen kurzfristig am kurzen Ende der Zinskurse (cash) zu investieren –, auch weil die potenziellen negativen Entwicklungen doch eher unüberschaubar sind. Doch auch wenn der DAX volatil bleiben sollte: Der von global aufgestellten Unternehmen generierte Barwert sollte weniger tangiert sein und mittelfristig weiter überzeugen.

Fazit: Das Verhalten der Finanzmärkte in den letzten Tagen hat wieder einmal gezeigt, wie groß die Zweifel an einer nachhaltigen globalen Konjunktur sind und wie einflussreich kurzfristige Daten oder Informationen sein können. Aus dieser Sicht werden es die Aktienindices schwer haben, sich kurzfristig zu erholen.

Dennoch sind die Rückschläge beim US-amerikanischen und deutschen Aktienmarkt kurzfristige Luftlöcher und keine langfristigen Strömungsabrisse. Denn die Weltwirtschaft zeigt trotz anhaltender Sorgen über Schuldenquoten eine stabile Entwicklung – das Welt-BIP liegt 30 % über dem Vorkrisenniveau von 2008 – und wird im Falle einer konjunkturellen Abkühlung durch die Niedrigzinspolitik der Notenbanken unterstützt. Steigen die Zinsen hingegen infolge einer guten Konjunktur, bergen sie keine Risiken für die Aktienmärkte.

Allerdings bergen Italien und Brexit zumindest für Euro-Zone und DAX ein nur schwer abzuschätzendes Risikopotenzial. Die Volatilität auf den Aktienmärkten sollte deshalb kurzfristig hoch bleiben.

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

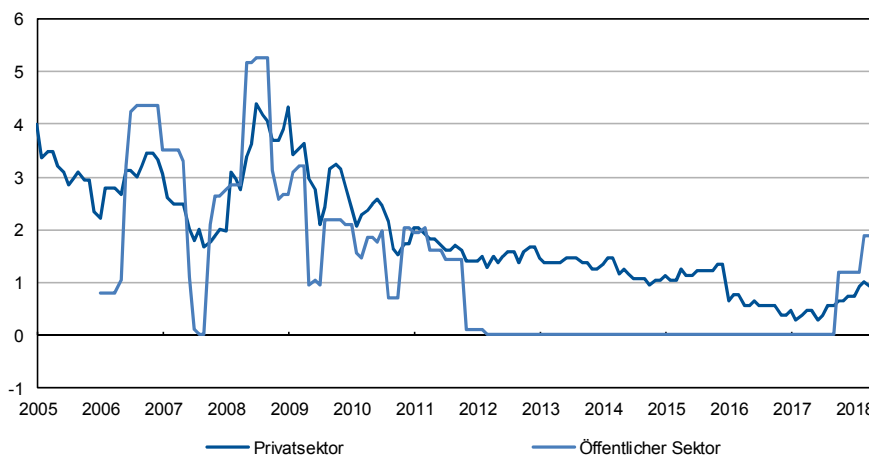
Italien: Regierung der fehlenden Verantwortung

Reformmangel in Italien trotz akuten Handlungsbedarfs

Deutschland wurde 2003 von Prof. Sinn als „kranker Mann Europas“ bezeichnet. Verglichen mit der damaligen Beschreibung der Wirtschaft ist Deutschland heute kaum wiederzuerkennen. Gemäß dem jüngsten „Globalen Competitiveness-Index“ liegt das Land im internationalen Vergleich auf Platz 3 und was Innovationen angeht sogar auf Platz 1. Der Weg vom kranken Mann zur innovationsstärksten Wirtschaft zeigt, dass schwaches Wachstum und steigende Schulden- wie Arbeitslosenquote alles andere als ein hinnehmbarer Zustand sein muss – wenn man sich dem Problem stellt. Der Grund für die Veränderung ist in großem Maße in der politischen Antwort auf die damalige Lage zu finden. Die Agenda 2010 führte umfassende Arbeitsmarkt- und Sozialreformen ein, zu denen auch die Hartz-Gesetze zählen - verglichen mit der Reformträgheit vieler Regierungen ein durchaus bemerkenswerter Schritt. Allerdings waren es nicht nur die Argumente über die Notwendigkeit von Veränderungen, sondern die konkrete konjunkturelle Lage, die die Notwendigkeit eines Neuanfangs forcierten.

In Italien gibt es schon länger eine Kombination von Umständen, die nach ähnlichen Reformen verlangt. Und seit der Finanzkrise werden die Bedeutung von preislicher Wettbewerbsfähigkeit und die Notwendigkeit von greifenden Arbeitsmarktreformen von der EU/EZB immer wieder betont. Trotz der anhaltend schwachen Wirtschafts- und Finanzlage scheint in Italien immer noch nicht die Notwendigkeit zu solch einem Handeln vorhanden zu sein. Dementsprechend hat sich wenig getan: Im Zeitraum 2014 bis 2016 lag die durchschnittliche jährliche Inflationsrate in Italien bei 0,1 %. Die Löhne im Privatsektor waren im gleichen Zeitraum jedoch um fast 1 % gestiegen. Lediglich 2017 lag deren jährliches Wachstum bei ca. 0,5 % und damit unter der Teuerungsrate von 1,3 %. Im Juni 2018 sind sie hingegen um fast 2 % zum Vorjahr gestiegen. Das durchschnittliche jährliche Produktivitätswachstum seit Anfang 2012 betrug hingegen nur 0,15 %. Doch auch die Löhne im öffentlichen Sektor steigen seit dem letzten Quartal 2017 erneut an: Im Juni 2018 lagen diese 4,7 % höher als 12 Monate zuvor.

Abb. 1: Italien: Entwicklung der Löhne; in % zum Vorjahr



Quellen: Istat; BoAML; IKB

All die Jahre des schwachen Wachstums haben zu keiner effektiven Handlungsnotwendigkeit auf Seiten der italienischen Regierung geführt. Hier mag die EZB-Zinspolitik und die damit verbundene Senkung der Zinslast eine Rolle spielen, da sie die Schuldentragfähigkeit des italienischen Staates durch niedrige effektive Zinsen und nicht durch höheres Wachstum sicherstellt. Dies wird aus Sicht der Finanzstabilität in der Euro-Zone jedoch als nötig angesehen. Auch bleibt anzuzweifeln, ob steigende Zinsen die italienische Regierung zu verstärktem Handeln genötigt hätten, da die Euro- bzw. Italienkrise eher als Folge von Kapitalmarktverwerfungen und nicht mangelhafter Fiskalpolitik gesehen wird. Es mag auch an der Sichtweise liegen, dass die Wettbewerbsprobleme ihren Grund in der Euro-Einführung haben und dies somit auch ein Euro-Zone-Thema ist.

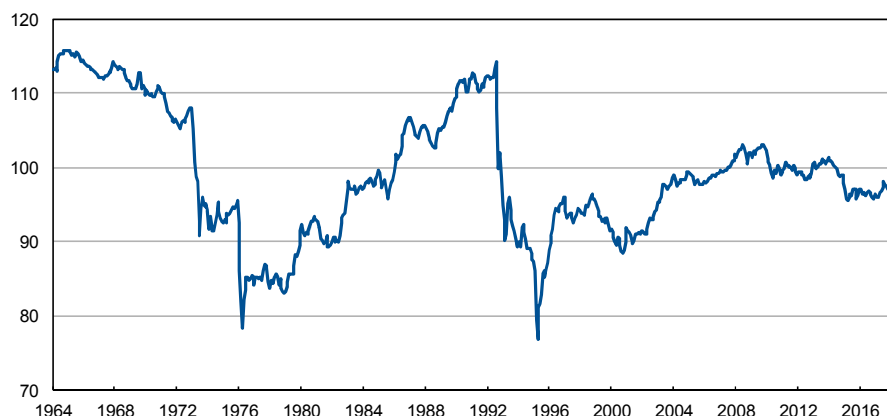
Es liegt nicht an der Euro-Einführung

Der Euro hat Italiens internationaler Wettbewerbsfähigkeit nicht geschadet. Vor dem Beitritt zur monetären Union hatten abrupte Abwertungen der Lira für die Herstellung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Italiens gesorgt. Dies war allerdings immer nur von kurzer Dauer, da eine hohe Inflation zu einer preisbereinigten Aufwertung führte. Das Ergebnis war eine hohe Volatilität des realen effektiven Wechselkurses und damit der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Italiens. Seit der Euro-Einführung ist eine relative Stabilität rund um den historischen Durchschnitt zu erkennen, wie Abb. 2 zeigt; Phasen von einer deutlichen realen Ab- wie Aufwertung sind nicht zu erkennen. Der Euro hat somit wenig mit dem anhaltend schwachen Wachstum Italiens zu tun. Im Gegenteil – die reduzierte Volatilität des realen Wechselkurses hat für eine gewisse Stabilität der internationalen preislichen Wettbewerbsfähigkeit Italiens gesorgt, was nicht gegen, sondern für Investitionen sprechen sollte. Argumente, dass Italien wegen des Euro fundamentale Wettbewerbsverluste hinnehmen musste, sind auf Grundlage von Abb. 2 nicht nachvollziehbar.

Nicht die Abwertung des Geldes, sondern eine höhere Produktivität und dadurch sinkende Lohnkosten sind gefragt, wenn es darum geht, nachhaltige preisliche Wettbewerbsvorteile sicherzustellen. Wettbewerbsfähigkeit wird langfristig vor allem durch eine höhere Produktivität und damit Innovationen sichergestellt. Basierend auf dem „Global Competitiveness Report“ von 2018 belegt Italien, was die Wettbewerbsfähigkeit angeht: immerhin Platz 31. Insbesondere in Sachen menschliches Kapital und Innovation kann Italien durchaus punkten. Woran liegt es also, dass das Land nicht vorankommt? Italiens Wachstum liegt deutlich innerhalb seines möglichen Potenzials, weil eine rigide Angebotsseite verhindert, dass Ressourcen wie Innovation und Bildung effizient angewandt bzw. zur vollen Entfaltung kommen können.

Wie die Agenda 2010 und ihre Folgen gezeigt haben, so liegt eine angemessene Lösung für fehlende Wachstumsdynamik in der Reform der Angebotsseite, die Lohnstückkosten senkt und Anreize für einen Anstieg im Innovationspotenzial einer Wirtschaft sicherstellt. Doch zuerst muss Italien anerkennen, dass es nicht der Euro oder andere externe Aspekte sind, die für das schwache strukturelle Wachstum verantwortlich sind, sondern das Land selbst. Es ist eine seit Jahrzehnten fehlende Bereitschaft, Verantwortung zu übernehmen, die Italien in ihren Reformanstrengungen hindert. Hier geht es nicht unbedingt darum, dass die Politik kurzfristige Erfolge zeigen möchte, die sie nur auf die Nachfrageseite der Wirtschaft durch eine expansive Fiskalpolitik realisieren kann. Denn die Agenda 2010 hat gezeigt, dass weitreichende Reformen durchaus relativ schnell sichtbare Erfolge liefern können. Es ist eher die fehlende Bereitschaft, sich die Probleme Italiens zu Eigen zu machen und nicht den Schuldigen außerhalb und insbesondere in der EU oder den Finanzmärkten zu sehen, was seriöse Reformanstrengungen verhindert.

Abb. 2: Realer effektiver Wechselkurs Italien; 2010 = 100



Quelle: BIZ

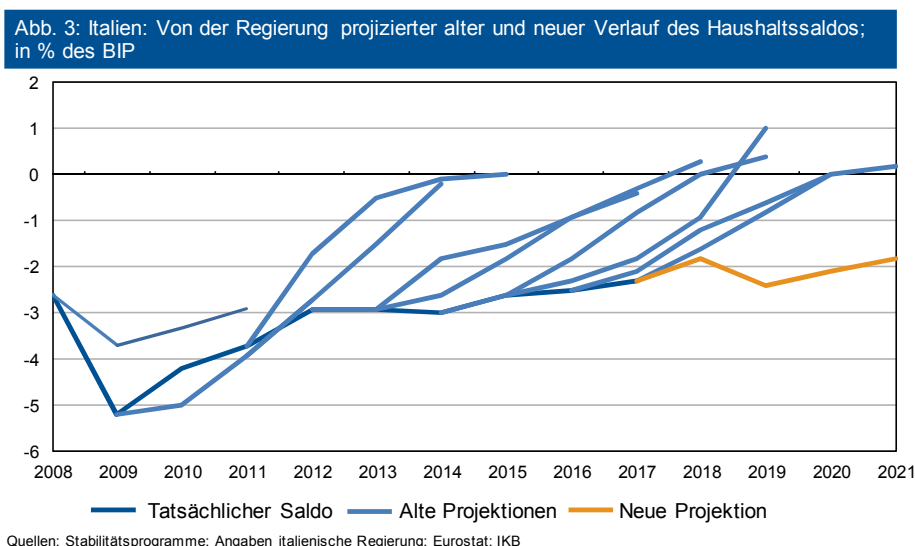
Budgetprojektionen der italienischen Regierung – Märchenstunde am späten Abend ...

Ausgabenkürzungen in Italien sind in den letzten Jahren vor allem auf fallende öffentliche Investitionen und Einsparungen bei den Zinsausgaben zurückzuführen. Die öffentlichen Bruttoinvestitionen fielen im Jahr

2017 auf durchschnittliche 2,0 % des BIP (von 3,4 % 2009). Sie sind damit im Vergleich zu 2009 um ein Drittel gesunken. So hat Italien gespart, wo es nicht wehtut. Ein Zeugnis für die Bereitschaft, Staatsausgaben nachhaltig zu senken, ist dies allerdings nicht – eher dafür, dass das Potenzialwachstum durch sinkende Investitionen negativ beeinflusst wurde.

Italien bleibt weiterhin den Beweis schuldig, dass die Regierung sowie die Gesellschaft bereit sind, Kürzungen bei Ausgaben und Leistungen für das Erreichen von europäischen und vertraglich zugestimmten Zielen hinzunehmen (siehe auch IKB-Kapitalmarkt-News *Kapitalmarktfähigkeit: auch für Italien und Portugal unrealistisch?*). Zwar hatte das italienische Finanzministerium im Vorfeld ein Defizitziel von unter 2 % des BIP in Aussicht gestellt; die neue italienische Regierung kündigte jedoch an, dass das Zieldefizit in den drei kommenden Jahren bei 2,4 % des BIP liegen soll. Anschließend wurden die Ziele für das Budget leicht revidiert: Die Klausel bezüglich der automatischen Erhöhung der Mehrwertsteuer wird lediglich für 2019 außer Kraft gesetzt, was in den nachkommenden Jahren zu einem leichten Rückgang des Budgetdefizites führen soll. So soll das Budgetdefizit im nächsten Jahr weiterhin 2,4 % des BIP betragen; in den Jahren 2020 und 2021 bei 2,1 % respektive 1,8 %. Somit liegt die kumulierte Abweichung zu den mit der Europäischen Kommission abgestimmten Budgetzielen bei 5,7 % des BIP. Von einer Ablehnung dieses Vorschlags durch die EU ist auszugehen. Denn die aktuellen italienischen Budgetpläne widersprechen klar einer erforderlichen Annäherung an die von der Europäischen Kommission vorgegebenen mittelfristigen Ziele, die einen strukturell ausgeglichenen Haushalt zum Ziel setzen. In welchem Maße dies die italienische Regierung zu einer Kursänderung bewegen könnte, ist allerdings weniger eindeutig.

Zu den wesentlichen geplanten Maßnahmen der Regierung gehören die Senkung der Körperschaftsteuer für kleine und mittlere Unternehmen KMUs, die Einführung eines Grundeinkommens, eine bessere Altersversorgung, ein geringeres Renteneintrittsalter, ein Anstieg der öffentlichen Investitionen sowie keine Anhebung der Mehrwertsteuer im Jahr 2019. Potenziell positive Konjunkturreffekte durch die höheren Staatsausgaben dürften aber bestenfalls sehr kurzfristiger Natur sein, da der primäre Fokus auf dem privaten Konsum liegt. Zudem bestätigen akademische Studien, dass der Staatsausgabenmultiplikator in den Ländern mit einer hohen Verschuldung deutlich geringer ausfällt. In diesem Kontext bleibt es weiterhin unklar, wie der Anstieg des strukturellen Budgetdefizites im nächsten Jahr bei lediglich 0,7 % des BIP bleiben soll. Was die Ausgaben angeht, scheint das Budget also ziemlich „auf Kante genäht“ zu sein. Zudem stehen die Annahmen bezüglich der Mehreinnahmen auf wackligen Füßen: So soll die Ausweitung des Budgetdefizites auf über 3 % des BIP auch dank der nichtwiederkehrenden Maßnahmen, wie zum Beispiel Steueramnestie, vermieden werden.



Italien hat seit der Euro-Einführung noch nie ernsthaft die Planungsparameter des Staatshaushaltssaldo eingehalten. Früher hat man zumindest in der Planung noch Wert darauf gelegt, den EU Richtlinien gerecht zu werden. Doch selbst dies scheint nicht mehr der Fall zu sein. Basierend auf geplante und eingetretene Zahlen, wie in Abb. 3 angedeutet, ist dies kein gutes Zeichen für die Entwicklung des italienischen Staatshaushalts. Es scheint keine Hemmschwelle mehr zu geben, die Richtlinien der EU zu brechen. Bleibt die

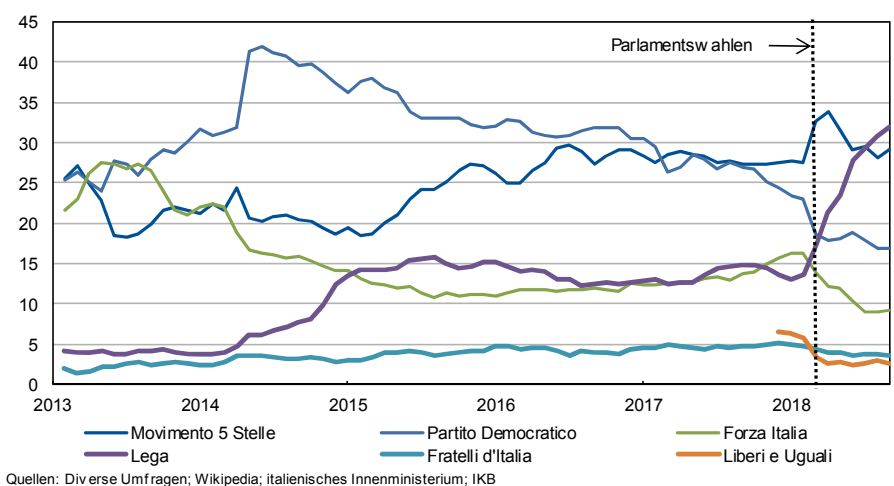
Regierung der „Tradition des fiskalischen Unterschießens“ treu, so ist für 2020 und 2021 von einem tatsächlichen Budgetsaldo von bis zu -5 % des BIP auszugehen, was die Schuldenquote nach oben treiben würde. Die mittel- bis langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen muss wohl zunehmend in Frage gestellt werden.

... wird wohl kaum durch die Rating-Agenturen unterbrochen werden

Am 31 August 2018 hatte Fitch die Kreditwürdigkeit Italiens auf „BBB“-Niveau bestätigt, den Ausblick für das Land jedoch auf „negativ“ gesetzt. Moody's hatte einen identischen Schritt bereits im Mai vorgenommen. Ende Oktober haben S&P und Moody's ihre Neueinschätzung zu Italien veröffentlicht. Im Kontext der Rückabwicklung der Rentenreform und ausbleibender Strukturreformen galt die Herabstufung als sicher – und anhand der Wirtschafts- wie auch Fiskalpolitik der Regierung durchaus angebracht. Tragisch wäre es nun, wenn es durch die Herabstufung und steigende Risikoprämien zu keinen korrigierenden Maßnahmen durch die italienische Regierung kommen würde, sondern sich eher der Druck auf die Euro-Zone bzw. EZB erhöhen würde. Gelten die Erfahrungen und Reaktionen infolge der Euro-Krise als Maßstab, ist hiervon allerdings auszugehen.

Die effektive Verzinsung öffentlicher Schulden liegt in Italien trotz der EZB-Geldpolitik und des Ankaufprogramms über dem nominalen Wachstum. Somit benötigt das Land anhaltende Primärbilanzüberschüsse, damit die Schuldenquote stabil bleibt oder fällt. Steigen die Zinsen jedoch infolge von Herabstufungen und fehlender fiskalischer Glaubwürdigkeit, wird es immer schwieriger, eine stabile Schuldenquote sicherzustellen. Denn ohne Reformen ist jegliche Annahme eines ansteigenden BIP-Wachstumspfad, um der Zinslast in der Berechnung der Schuldentragfähigkeit gerecht zu werden, unangebracht. Aktuell scheint Italien alles zu tun, um nicht schuldenfähig zu sein: Die Glaubwürdigkeit sinkt und die Renditen steigen; eine effektive Umsetzung von Reformen ist nicht existent und die Defizite steigen – und all dies bei einer Schuldenquote, die 2017 ein Niveau von 131,8 % des BIP erreichte. Es gibt in der Literatur die These einer kritischen Schuldenquote, ab der der Staat keine Anstrengungen mehr tätigt, sie in den Griff zu bekommen. Anhand des Verhaltens der italienischen Regierung scheint dieses Niveau in Italien zunehmend erreicht zu sein. Dies gilt für die Regierung, aber auch für die Bevölkerung. Die Wählerzustimmung für die rechtspopulistische Lega ist laut der letzten Umfragen deutlich gestiegen. So würde die Mehrheit der italienischen Wähler heute EU-kritische Parteien wählen.

Abb. 4: Italien: Zustimmung mit der Politik führender Parteien und Wahlergebnis; in %



Fazit: Eine deutliche Abweichung der tatsächlichen Budgetsalden von den vorausgehenden Projektionen hat in Italien Tradition. Während früher zumindest der Anschein gewahrt wurde, dass man die EU Ziele anerkennt, ist dies trotz ambitionierter Annahmen aktuell nicht mehr der Fall. Doch zu welchem Maße eine Ablehnung der Planungszahlen durch die EU, die bevorstehende Herabstufung der italienischen Bonität oder weiter ausweitende Risikoprämien eine Verhaltensänderung der italienischen Regierung induzieren werden, bleibt fraglich. Denn Jahre des schwachen Wachstums haben zu keinen grundlegenden Reformen der italienischen Wettbewerbsfähigkeit geführt, und ebenso wird die Verantwortung der Finanzkrise immer noch nicht bei einer mangelhaften Finanzpolitik und fehlender Glaubwürdigkeit gesehen. Aus diesem Grund wird Italien ein Thema für die EZB, den Euro-Devisenkurs und die europäische Konjunktur bleiben – und dies nicht im positiven Sinne.

Literatur: Global Competitiveness Report 2018:

<http://www3.weforum.org/docs/GCR2018/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2018.pdf>

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

Oleksiy Artin, CFA, oleksiy.artin@ikb.de

Daten auf einen Blick (25. Oktober 2018)

Gesamtwirtschaft					
	Mrd. €	Reale Veränderung in % zum Vorjahr (kalenderbereinigt)			
	2017	2015	2016	2017	2018P
BIP	3.263,4	1,5	1,9	2,5	1,8
Privater Verbrauch	1.732,8	1,6	1,9	2,1	1,5
Staatsverbrauch	637,9	2,9	3,7	1,6	1,2
Ausrüstungsinvestitionen	214,6	3,0	2,1	4,9	4,5
Bauinvestitionen	323,0	-1,9	2,5	3,5	2,9
Exporte	1.541,5	4,7	2,4	5,3	3,1
Importe	1.294,3	5,2	3,8	5,6	3,6
Verbraucherpreise		0,2	0,5	1,7	1,9
Frühindikatoren					
Index* 2015 = 100	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Aug 18	Sep 18	Okt 18
ifo-Geschäftsklima	103,2	3,1	103,9	103,7	102,8
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Jun 18	Jul 18	Aug 18
Auftragseingänge**	107,0	5,6	105,5	104,6	106,7
Produktion und Handel**					
Index* 2015 = 100	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Jun 18	Jul 18	Aug 18
Verarbeitendes Gewerbe	104,7	3,5	107,8	105,8	105,7
Bauhauptgewerbe	109,4	6,1	115,9	116,9	113,9
Einzelhandel (ohne Kfz)	105,1	3,0	107,4	106,2	106,1
Außenhandel nominal***					
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Jun 18	Jul 18	Aug 18
Warenexporte Mrd. €	1.279,1	6,2	115,6	111,0	105,2
Warenimporte Mrd. €	1.034,3	8,3	93,8	94,5	88,1
Arbeitsmarkt**					
	2017	Veränd. in % zum Vorjahr	Jul 18	Aug 18	Sep 18
Erw. erbstätige in Mio.	44,188	1,5	44,751	44,783	-
Arbeitslose in Mio.	2,531	-5,9	2,336	2,326	2,303
Arbeitslosenquote in %	5,7		5,2	5,2	5,1
Wechselkurse					
		25.10.18	in 3M	in 6M	Ende 2019
1 € = ... US-\$		1,14	1,12	1,10	1,14
1 € = ... CHF		1,14	1,13	1,11	1,13
Zinsen in %					
3-Monats-Euribor		-0,32	-0,30	-0,27	0,10
USD 3-Monats-Libor		2,31	2,60	2,90	3,50
10-jährige Bundesanleihen		0,39	0,50	0,65	0,80
10-jährige US-Staatsanleihen		3,10	3,20	3,40	3,60

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

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

Disclaimer:

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

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

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

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

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG
40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4492

Oktober 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