

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

Eugenia Wiebe
+49 211 8221 3174
Eugenia.Wiebe@ikb.de

Deutsche Konjunktur: Herausforderung und Folgen der Coronakrise gilt es, anzunehmen **2**

Geschäftsperspektiven hellen sich weiter auf • Coronakrise wirkt als Beschleuniger der Digitalisierung und des Strukturwandels • Unternehmen sollten nicht nur auf Nachfrageerholung hoffen • Es gilt, die neue Normalität und Herausforderungen aktiv anzunehmen

Kapitalmärkte: Risikobereitschaft kehrt zurück, doch nachhaltige Euro-Stärke bleibt fraglich **4**

Risikobereitschaft nimmt wieder zu • Geringeres Zinsdifferenzial zwischen USA und Deutschland treibt Euro • Konjunkturausblick bleibt unsicher • Nachhaltige ungelöste Probleme im Euro-Raum dürften nachhaltige Euro-Aufwertung verhindern

DAX: Heiße Luft gibt Auftrieb **6**

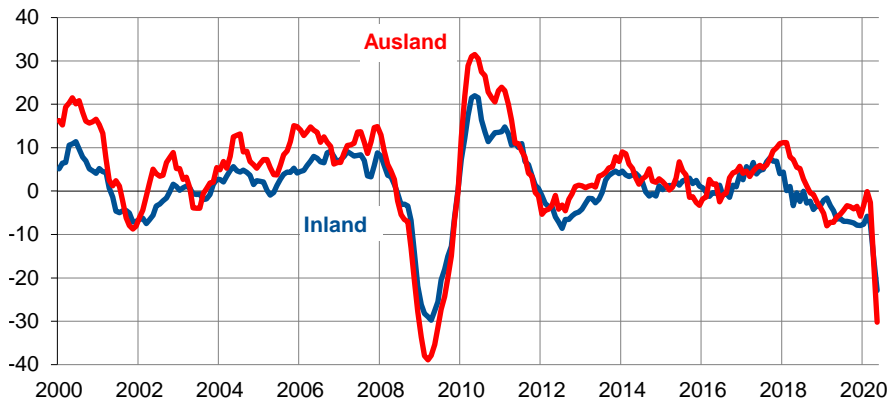
Fundamentaldaten verlieren immer mehr an Bedeutung • Geldpolitik bestimmt zunehmend die Aktienmärkte • Eine Aktienblase ist aber nicht erkennbar • Geldpolitik gibt DAX weiterhin Auftrieb, aber nicht unendlich

Unabhängigkeit der EZB: In guten wie in schlechten Zeiten? **9**

Kritik an der EZB ist fehlgerichtet • Schuldenproblem der Euro-Zone zwingt EZB zur expansiven Politik • Einigung der EZB ist keine Lösung • Vielmehr müssen Staaten Verantwortung übernehmen und EZB entlasten

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



IKB-Prognose 2020
 Reale Veränderung in %,
 saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

| | |
|-------------|------|
| Deutschland | -7,1 |
| Euro-Zone | -9,7 |
| UK | -8,0 |
| USA | -5,9 |
| Japan | -5,5 |
| China | 2,1 |

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

Deutsche Konjunktur: Herausforderungen und Folgen der Coronakrise ...

Das ifo Geschäftsklima hat sich im Juli erneut klar aufgehellt und liegt nur noch 5 Punkte unter seinem Vorkrisenniveau vom Februar 2020. Der Teilindex der Geschäftserwartungen hat sogar seinen Februar-Wert überschritten; bezogen auf den Ausblick scheint sich zumindest eine V-förmige Erholung abzuzeichnen. Lediglich die aktuelle Lage wird noch deutlich schlechter als zu Anfang des Jahres beurteilt, hat sich aber ebenfalls im Vergleich zu den Vormonaten aufgehellt. Der Tiefpunkt der Krise scheint zunehmend durchschritten und die Unternehmen hoffen auf eine Belebung der Nachfrage.

Die Stimmungsverbesserung zeigt sich in allen Wirtschaftssektoren. Bei den Dienstleistungen ist der Index sogar bereits wieder im positiven Bereich angekommen.

„Vorzeigebereiche“ der Industrie stehen vor enormen Herausforderungen

Die aktuelle Stimmungslage hat sich zwar in der Industrie weiter aufgehellt, dennoch wird das Geschäftsklima von der Mehrzahl der Unternehmen weiterhin als schlecht beurteilt. Dabei fällt die Einschätzung in deutschen Schlüsselbranchen wie Automobilindustrie und Maschinenbau besonders ungünstig aus. Am kritischsten beurteilen aktuell die Metallerzeuger die Lage. Alle drei Branchen sind stark exportabhängig und hatten schon vor der Krise Probleme bzw. steckten in der Krise.

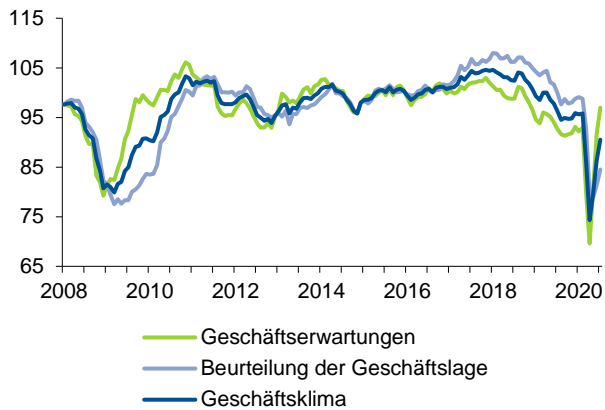
So hat die Pandemie deutliche Spuren in der Metallerzeugung hinterlassen. Internationale Handelskonflikte, schwächelnde Exporte und Konkurrenz durch billigen Stahl aus Fernost sowie die Schwäche der Automobilindustrie machten den Metallerzeugern schon in den vergangenen Jahren zu schaffen. Zudem steht die energieintensive Branche vor einem gewaltigen Umbruch, denn um die Klimaziele zu erreichen, sind große Investitionen in neue CO₂-ärmere Herstellungsverfahren nötig. Der Ausbruch der Pandemie im Frühjahr 2020 traf die Branche daher zusätzlich hart.

Ähnliches gilt für die Automobilbranche – auch sie war schon seit Jahren infolge der anhaltenden Dieselkrise, der Probleme bei der Einführung des neuen Abgasprüfstandards WLTP sowie schwächelnder Exportmärkte angegriffen. Zudem ist ungewiss, wie die Kfz-Nachfrage nach der Coronakrise aussehen wird. Wie stark die Automobilindustrie letztendlich von der Coronakrise betroffen sein wird, hängt davon ab, ob die Kunden ihren Konsum zügig nachholen werden, wie es anscheinend in China der Fall ist, oder ob sie größere Anschaffungen wie einen Automobilkauf zunächst zurückstellen werden.

Erschwerend kommt hinzu, dass die Coronakrise in eine Zeit des Umbruchs in der Autoindustrie fällt. So halten Herausforderungen wie die Digitalisierung der Fertigung, Elektromobilität, autonomes und vernetztes Fahren sowie neue Mobilitätsangebote die Branche seit einigen Jahren in Atem und stellen sie vor fundamentale Veränderungen. Viele Unternehmen, allen voran kleinere Zulieferunternehmen, stehen unter enormen Kostendruck. Teilweise kann eine Chance darin liegen, die erzwungene Ruhepause zu nutzen, um die Effizienz von Produktion und Lieferketten zu überdenken oder den für die Megatrends nötigen Umbau voranzubringen.

... gilt es, anzunehmen

Deutschland: ifo Geschäftsklima, 2015 = 100

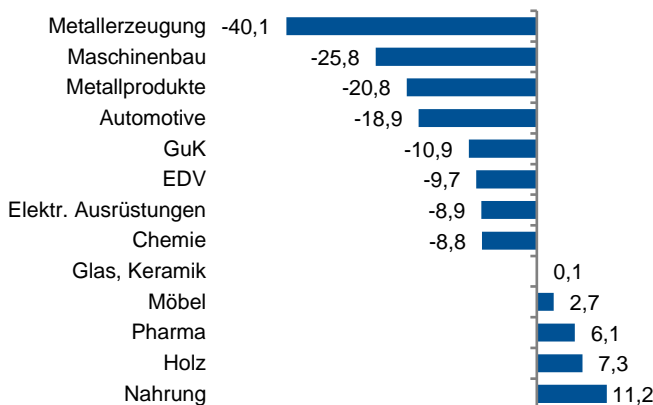


Quelle: ifo



Der Maschinenbau war ebenfalls schon zuvor belastet: Die internationalen Handelskonflikte haben den weltweiten Warenaustausch und die globale Investitionstätigkeit beeinträchtigt, was den exportorientierten deutschen Maschinenbau stark getroffen hat. Nachdem sich zum vergangenen Jahreswechsel eine leichte Erholung der Geschäftsentwicklung angedeutet hatte, ist diese im März und April 2020 infolge der Coronakrise drastisch eingebrochen. Eine anhaltende weltweite Investitionszurückhaltung würde den Maschinenbau erneut schwer treffen. Immerhin bieten sich Herstellern von Maschinen und Anlagen für die Produktion von medizinischen Geräten und Ausrüstungen neue Opportunitäten. Als Antwort auf Engpässe hat die Bundesregierung beschlossen, die Produktion von medizinischen Geräten und Ausrüstungen in Deutschland zu fördern.

Deutschland: ifo Geschäftsklima, Salden Juli 2020



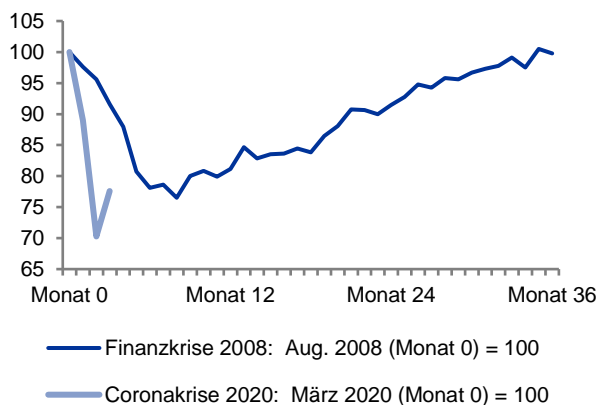
Saldowert ist die Differenz der Prozentanteile der Antworten gut und schlechter Lage sowie ungünstiger und günstiger Erwartungen. Saldo des Geschäftsklima ist ein transformierter Mittelwert.

Quelle: ifo



Neben der eher kurzfristigen konjunkturellen Dimension der Pandemie sollte auch die Frage nach den langfristigen Effekten gestellt werden. So dürfte die Digitalisierung der Volkswirtschaften infolge der Pandemie einen zusätzlichen und dauerhaften Schub erleben. Dabei haben Unternehmen und private Haushalte bereits in technische Ausrüstungen investiert, um die Einschränkungen beim Arbeitseinsatz infolge des Shutdowns zu kompensieren. Die Krise hat auch große Potenziale der Digitalisierung offengelegt – etwa bei Bildung und öffentlichen Verwaltungen. Zudem kann der pandemiebedingte Technologieschub eine Verstärkung erfahren, wenn nun auch von staatlicher Seite die entsprechende Infrastruktur zur Verfügung gestellt wird.

Deutschland: Produktion Verarbeitendes Gewerbe, Index



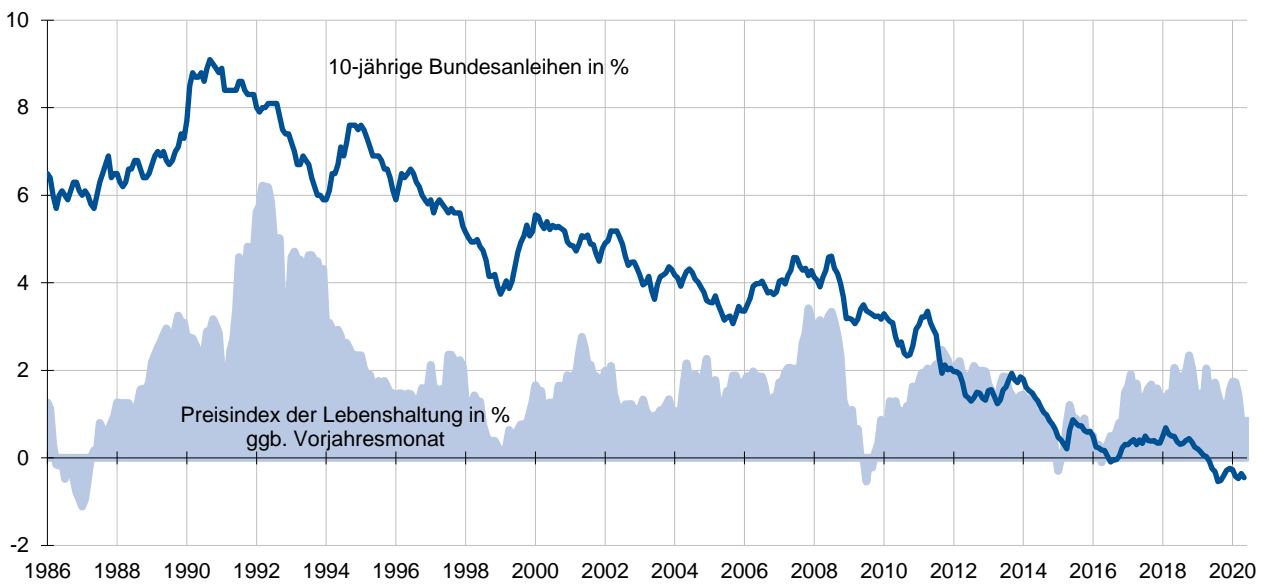
Quelle: Statistisches Bundesamt



Ebenfalls dürfte die Industrie Lieferketten und Produktionsprozesse auf den Prüfstand stellen und die Vorteile der bisherigen Spezialisierung mit denen einer Restrukturierung und Risiko-diversifizierung gegenüberstellen.

Die Coronakrise wird eine neue Normalität bringen und kann ein Beschleuniger für den bereits begonnen Strukturwandel und die Digitalisierung werden. Unternehmen sollten sich auf die neuen Bedingungen einstellen und nicht nur darauf hoffen, dass sich die Nachfrage von allein wiederbelebt – dies gilt insbesondere für die genannten Schlüsselbranchen der deutschen Wirtschaft.

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

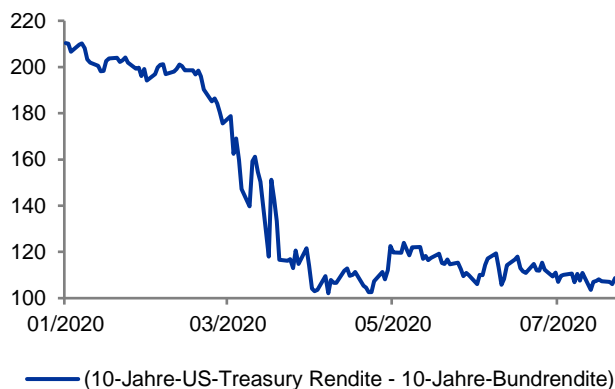


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Risikobereitschaft kehrt zurück, ...

Langfristzinsdifferenzial in bp



Quelle: Bloomberg



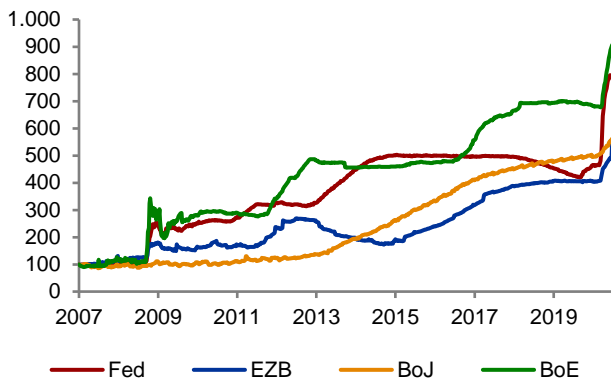
Die Weltwirtschaft scheint den konjunkturellen Tiefpunkt der Pandemie durchschritten zu haben. Während es für die USA, aber auch Europa eine längere Erholungsphase werden könnte, kann China hingegen nun schon etwas länger mit positiven Konjunkturzahlen überraschen und damit Erwartungen einer V-Erholung aufrechterhalten. Ein sich aufhellendes Konjunkturbild sowie die anhaltende Krisenpolitik der Notenbanken stützen Kredit- und Aktienmärkte (*siehe Beitrag S. 6*) und sorgen zunehmend für eine höhere Risikobereitschaft der Finanzmärkte. Dies wiederum setzt Safe-Haven-Währungen wie den Schweizer Franken und den US-Dollar tendenziell unter Druck.

Unterstützt wird die Risikoneubewertung nicht nur durch Konjunkturdaten und Notenbanken, sondern auch durch eine bis dato fehlende Welle von Bonitätsverschlechterungen und Unternehmensausfällen. Aufgrund des Risikos einer nur graduellen Erholung sind zunehmende Probleme jedoch zeitverzögert nicht auszuschließen – vor allem für Europa und die USA. Dies gilt insbesondere dann, wenn Infektionszahlen erneut deutlich steigen und Investitions- und Konsumentenvertrauen Rückschläge erleiden sollten.

Der Grad an Unsicherheit bzgl. der zukünftigen konjunkturellen Erholung bleibt grundsätzlich hoch, was sich in der Geldpolitik und damit den Renditeniveaus weiterhin spiegelt. Seit dem weltweiten Ausbruch der Corona-Pandemie hat sich das Zinsdifferenzial zwischen US- und Bund-Anleihen allerdings deutlich eingengt – vor allem durch den Rückgang der US-Renditen. Lag das Zinsdifferenzial noch bei rund 210 bp zu Jahresanfang, so ist es inzwischen auf die Hälfte geschrumpft. Diese Reduzierung hat dem Euro-Kurs Auftrieb gegeben, da das Langfristzinsdifferenzial ein entscheidender Treiber des EUR/USD-Devisenkurses ist. Wie nachhaltig sich der stärkere Euro tatsächlich erweist, bleibt allerdings abzuwarten. Die Euro-Zone steht vor bedeutenden Herausforderungen, was ihre und die Schuldentragfähigkeit der einzelnen Länder angeht. Das Schuldenproblem lässt der EZB wenig bis keinen Handlungsspielraum – selbst auf mittel- bis langfristige Sicht. Doch auch die Fed hat aufgrund der wirtschaftlichen Konsequenzen der Pandemie wenig Raum für kurzfristiges Handeln.

... doch nachhaltige Euro-Stärke bleibt fraglich

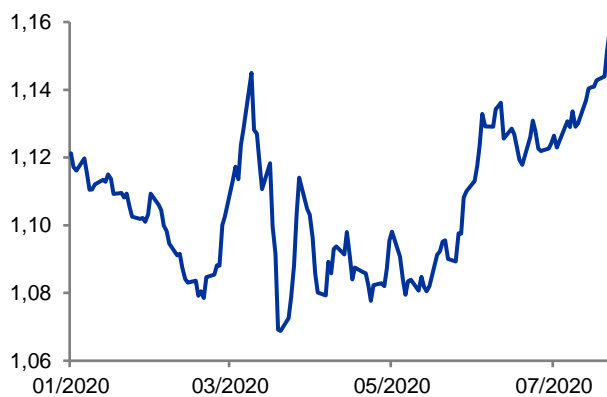
Notenbankbilanzsumme, Jan. 2007 = 100



Quelle: Bloomberg



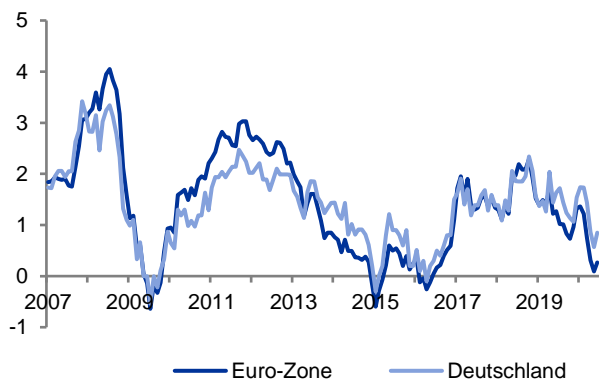
Euro-US-Dollar-Wechselkurs, 1 Euro = ... US-Dollar



Quelle: Bloomberg



Inflationsrate in % zum Vorjahresmonat



Quelle: Eurostat; Statistisches Bundesamt



Die US- wie auch europäische Volkswirtschaft sollte sich im weiteren Verlauf von 2020 und vor allem im Jahr 2021 weiter erholen. Aktuell ist allerdings nicht erkennbar, dass eine davon nachhaltig positiv überraschen könnte, sodass sich bedeutende relative Veränderungen hinsichtlich Konjunktur und damit Geldpolitik ergeben könnten. Die Schuldenquoten beider Volkswirtschaften sind infolge der Krise dermaßen angestiegen, dass für beide die geldpolitischen Handlungsoptionen begrenzt sind, und die Binnennachfrage perspektivisch eher schwach bleiben könnte. In Europa sind es zudem die weiterhin ungelösten Themen des Zusammenhalts der Währungsunion, die perspektivisch belastend auf den Euro-Kurs wirken könnten. Weder die zu erwartende Entwicklung in den USA noch in der Euro-Zone können jedoch kurzfristig dahingehend überzeugen, dass von einer bedeutenden Korrektur des EUR/USD-Devisenkurses auszugehen ist.

Die Einigung bezüglich des Wiederaufbaufonds beim jüngsten EU-Gipfel ist sicherlich zu begrüßen und verhindert eine erneute Nervosität auf den Finanzmärkten. Das eigentliche Problem der Schuldentragfähigkeit vieler Euro-Länder bleibt allerdings ungelöst. Zwar sind über die Hälfte der allokierten Gelder des Wiederaufbaufonds (390 Mrd. von 750 Mrd. €) Transferzahlungen. Diese werden allerdings das Potenzialwachstum in der gesamten Euro-Zone und in den einzelnen Mitgliedsländern nicht bedeutend steigern. Doch gerade dies ist notwendig, um die Schuldentragfähigkeit zu sichern und der EZB zumindest perspektivisch Handlungsspielraum zu geben. Zwar werden die neuen Schulden infolge des Wiederaufbaufonds nicht auf einzelne Länder verteilt, der EU-Schuldenberg steigt aber dennoch an.

Ohne eine perspektivische Wachstumsverbesserung in Ländern wie Italien, Frankreich aber auch Spanien und Portugal sind der EZB die Hände gebunden, und jeglicher Aufwertungsdruck des Euro ist als temporär zu sehen. Angesichts des hohen Offenheitsgrads der Euro-Zone ist zudem ein deutlich aufwertender Euro aus geldpolitischer Sicht nicht angebracht – gerade in den aktuell herausfordernden wirtschaftlichen Zeiten und einer Inflationsrate weiterhin deutlich unter der 2 %-Zielmarke.

DAX: Heiße Luft gibt Auftrieb

Fazit: Notenbanken haben vor allem seit der Finanzkrise im Jahr 2008 die Entwicklungen der Finanzmärkte entscheidend geprägt. Während der Finanz-, Euro- und Coronakrise hat die außerordentlich unterstützende Rolle der EZB auch für die Entwicklung des DAX zunehmend an Bedeutung gewonnen. Eine Blase oder irrationales Verhalten am Aktienmarkt sind dennoch nicht zu erkennen, da die EZB-Politik vorhersehbar geworden ist und sich auf Jahre nicht wesentlich ändern wird.

Der Einfluss von klassischen Fundamentaldaten wie Gewinne pro Aktie und 10-jährige Bundrenditen auf den DAX rutscht hingegen ins Bedeutungslose – vor allem für eine kurz-, aber auch mittelfristige Einschätzung. Steigt er weiter stark an, wird die Luft für den DAX jedoch dünner, und der Auftrieb lässt nach. Anders ausgedrückt: Auch Notenbanken können Bewertungen am Aktienmarkt nicht unendlich nach oben treiben. Beim derzeitigen Niveau des DAX ist die Auftriebskraft der aktuellen geldpolitischen Rahmenbedingungen jedoch weiterhin gegeben, auch wenn diese nicht vor Volatilität oder kurzfristigen Korrekturen schützt.

Bewegungen der Finanzmärkte: Fundamental oder irrational?

Der Dax zeigt sich nach dem Einbruch im März deutlich erholt und unbeeindruckt von der Coronakrise. Für die Einen nachvollziehbar, schließlich stabilisiert sich die lokale wie globale Wirtschaft. Außerdem gibt es als Folge der expansiven Geldpolitik kaum Alternativen zum Investieren in die Aktienmärkte. Für die Pessimisten ist die Entwicklung des Index hingegen ein Zeichen anhaltender bzw. zunehmender Irrationalität. Denn weder hat der DAX infolge der Coronakrise eine bedeutende Korrektur nach unten erlebt. Noch ist die aktuelle Erholung fundamental nachvollziehbar, da die Risiken für den konjunkturellen Ausblick weiterhin außerordentlich hoch sind. Die EZB pumpt Geld in die Finanzmärkte, flutet sie mit Liquidität und sorgt dafür, dass Investoren Anlagemöglichkeiten suchen. Dies wiederum führt zu Preisverzerrungen auf Aktien- und Anleihemärkten, so die Pessimisten

Ist der DAX noch fundamental getrieben, oder entfernt er sich zunehmend von fundierten Werten infolge einer nicht endenden Liquiditätsschwemme? Die starke Volatilität des Index könnte vermuten lassen, dass Fundamentalentwicklungen nur bedingt eine Rolle spielen; schließlich entwickelt sich die Realwirtschaft deutlich konstanter. Allerdings ergibt sich aufgrund der anhaltend großen konjunkturellen Unsicherheit ein ständiger Anpassungsbedarf selbst beim langfristigen Ausblick, der zunehmend von der kurzfristigen Datenlage getrieben wird. Hohe Volatilität kann somit auch ein Zeichen von Unsicherheit und fehlendem grundsätzlichen Vertrauen sein und ist nicht zwangsläufig ein Beweis für irrationales Handeln infolge von zu viel Liquidität.

Märkte waren schon immer durch Herdenverhalten bzw. technische sowie fundamentale Entwicklungen gekennzeichnet. Herdenverhalten wird allerdings eher als kurzfristiges und damit oftmals als überzogenes Handeln interpretiert, während Fundamentalentwicklungen langfristige Erwartungen bestimmen. Somit wird der fundamentale Verlauf von Konjunktur und Unternehmensgewinnen als nachhaltige und damit sinnvolle Referenz für den Aktienindex gesehen. „Fair Value“-Schätzungen beruhen auf solchen Fundamentaldaten, während Herdenverhalten eher dem Einfluss von Liquiditätsschüben zugeschrieben wird. **Was treibt also nun den DAX? In welchem Maße spielen klassische fundamentale Entwicklungen von Konjunktur, Zinsen und Unternehmensgewinnen hierbei eine entscheidende Rolle? Beeinflusst die EZB durch ihre anhaltende Krisenpolitik die DAX-Bewertungen nicht nur kurz-, sondern auch langfristig und damit fundamental?**

Notenbanken als fundamentale Stütze?

Bereits in den 1980er-Jahren und vor allem unter Alan Greenspan wurde die Fed mehr und mehr zur Stütze für die US-Aktienmärkte – es entstand der Begriff „Greenspan-Put“. **Mit der Finanzkrise und der seitdem vorherrschenden Geldpolitik hat die Einflussnahme der Notenbanken auf die Finanzmärkte jedoch eine neue Dimension erreicht.** Durch Geldschöpfung bzw. enorme Liquidität ist der Investitionsbedarf an den Finanzmärkten deutlich angestiegen. Gerade die EZB steht in der Kritik, ihre geldpolitische Lockerung in der Euro-Zone trotz einer stabilen wirtschaftlichen Entwicklung in den letzten Jahren nicht zurückgenommen, sondern vielmehr ausgeweitet zu haben. Hat die EZB dadurch eine signifikante Überreaktion bzw. Blasenbildung am Aktienmarkt verursacht, oder stellt sie eine nachhaltige und damit fundamentale Entwicklung für den „Fair Value“ des DAX sicher? Da sich die Zinspolitik noch auf Jahre kaum ändern wird, ist der Gedanke, dass die Notenbankpolitik in eine fundamentale Bewertung einfließen sollte, nicht völlig abwegig.

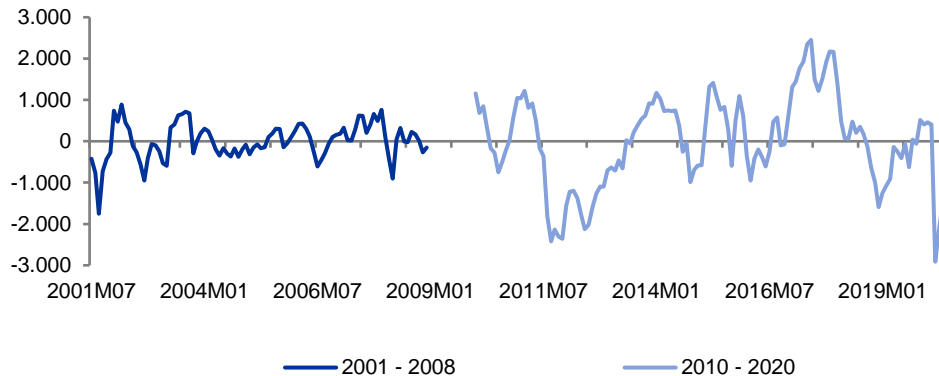
Besteht nun aktuell eine Überreaktion des DAX und ist eine fundamentale Unterstützung durch die Notenbankpolitik erkenn- bzw. nachweisbar? Um diese Fragen zu beantworten, haben wir in einer empirischen Analyse die DAX-Entwicklung in zwei Zeiträumen miteinander verglichen, nämlich für die Jahre von 2001 bis 2008 und von 2010 bis heute.

Seit 2010 ist alles anders, ...

In der Periode von 2001 bis 2008 zeigte sich die klassische Entwicklung: Der DAX orientierte sich an fundamentalen Treibern wie Gewinne pro Aktie und 10-jährige Bundrenditen bzw. risikofreien Renditen. Die Abweichungen des DAX von dem auf Grundlage dieser fundamentalen Treiber bestimmten „Fair Value“ waren unbedeutend. Es waren keine systematischen und damit über eine längere Zeit anhaltenden Abweichungen festzustellen. Selbst diese wären allerdings bis zu einem gewissen Maße nicht überraschend gewesen, da Herdenverhalten durchaus über mehrere Quartale anhalten kann. Da dies nicht der Fall war, können für diese Periode die klassischen fundamentalen Treiber als relevante Bestimmungsfaktoren für eine Einschätzung des DAX angesehen werden – selbst für eine kurzfristige Einschätzung.

Statistisch gesehen kann festgehalten werden, dass zwischen 2001 und 2008 jegliche Abweichung des DAX von seinem Fundamentalwert statistisch bedeutungslos war. Dies gilt selbst, wenn nur die zwei fundamentalen Treiber Gewinne je Aktie und 10-jährige Bundrenditen in die Analyse einfließen. **Ab 2010 zeigt die empirische Analyse jedoch, dass die Dynamik des DAX fundamental anders verläuft als vor der Finanzkrise.** Die Abweichungen vom geschätzten „Fair Value“ sind bedeutend größer und statistisch signifikant. Sie sind zudem systematisch und somit im Gegensatz zu der Periode 2001 bis 2008 über einen längeren Zeitraum nachhaltig. **Seit der Finanzkrise wird der Dax somit von nicht im klassischen Sinne fundamentalen Treibern bestimmt.** Die Abweichungen des Dax von seinem geschätzten „Fair Value“ sind bedeutend höher, und die Standardabweichung in der Phase 2010 bis 2020 ist mehr als doppelt so hoch als in der vorherigen Phase. Seit 2010 ist die Ableitung eines fundamentalen „Fair Values“ – wenn überhaupt – nur für eine sehr lange Perspektive angebracht.

Abb. 1: Abweichung des DAX vom fundamentalen „Fair Value“ des DAX, in Punkten



Quelle: Bloomberg

... und fundamentale Entwicklungen spielen kurzfristig eine immer geringere Rolle

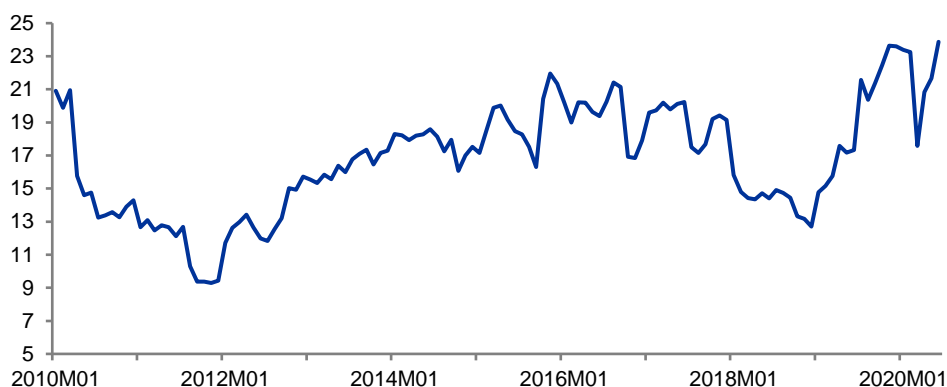
Die hohe Volatilität des DAX mag mit der anhaltend konjunkturellen Unsicherheit zu tun haben, die Finanz-, Euro- und Coronakrise mit sich gebracht haben. Erwartungen sind nicht klar verankert, sodass realisierte/aktuelle Fundamentaldaten wie Gewinne je Aktie oder aktuelle Renditen keinen Einfluss haben, da sich diese – so die Befürchtung – relativ schnell verschlechtern bzw. ändern könnten. Allerdings hat sich die Volatilität der Unternehmensgewinne nicht erhöht. Im Gegenteil, die Volatilität der Gewinne je Aktie hat seit 2010 sogar abgenommen. Auch ist die Geldpolitik seit der Finanzkrise und vor allem seit den Aussagen von Mario Draghi im Jahr 2012 relativ sicher vorherzusagen.

Während Gewinne und Renditen zwischen 2001 und 2008 die entscheidenden Bestimmungsfaktoren für die Entwicklung des DAX waren, haben sie seitdem nicht nur an Bedeutung verloren, sondern sind ins Bedeutungslose abgerutscht – zumindest auf kurz- bis mittelfristige Sicht. Dies zeigt sich an dem hohen systematischen Fehler, aber auch an der statistischen Nicht-Signifikanz dieser Variablen in der Erklärung der monatlichen oder vierteljährlichen Veränderungen des DAX. Zwar ist auch in der Phase 2010 bis

2020 ein langfristiges stabiles Verhältnis zwischen Gewinnen, Renditen und DAX nicht auszuschließen. Deren Einfluss kommt allerdings nur über eine langfristige Periode zum Tragen. Ein einfacher positiver Trend wäre um einiges aussagekräftiger für die Erklärung der DAX-Entwicklung gewesen als fundamentale Überlegungen.

In der Phase 2010 bis 2020 ist ein statistisch signifikanter positiver Trend im KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) und damit in der Bewertung des DAX zu erkennen. In der vorigen Phase war dies nicht der Fall. **Seit dem Jahr 2010 hat der DAX jedoch zunehmend Auftrieb erhalten, was auf eine anhaltende überschüssige Liquidität und damit auf eine außerordentlich expansive Geldpolitik zurückzuführen ist.** Der positive Trend deutet auf eine zunehmende und grundsätzlich positive Bedeutung der Notenbankpolitik für die Bewertung des DAX hin. Doch auch wenn der Trend in den letzten zehn Jahren statistisch signifikant war, sollte er nicht als Versicherung gegenüber möglichen DAX-Rückschlägen gesehen werden. Denn zum einen zeigt das KGV in den letzten 10 Jahren bedeutende Abweichungen von seinem Trendwert. Zum anderen ist der Trend langfristig nicht haltbar. **Wie dünnere Luft in größeren Höhen den Auftrieb reduziert, wird der Einfluss der aktuellen Geldpolitik auf die Bewertung des Dax ebenfalls nachlassen.**

Abb. 2: Kurs-Gewinn-Verhältnis des DAX (DAX-KGV)



Quelle: Bloomberg

Ausblick DAX: Ein Heißluftballon auf Kurs

Die Coronakrise wird eine generelle Herabstufung von Kreditqualitäten mit sich bringen. Auch der DAX wird davon betroffen sein. Die Realwirtschaft sollte aber ab dem dritten Quartal 2020 Aufholeffekte zeigen, was die Stimmung stützen und den Risikoappetit vergrößern sollte. Allerdings wird noch einige Zeit vergehen, bis das deutsche, europäische oder globale BIP das Vorkrisenniveau wieder erreichen wird.

Aktuelle Fundamentaldaten würden ein DAX-Niveau von 12.500 Punkte andeuten – wenn diese als relevant angesehen werden. Somit wäre der DAX aktuell nicht überbewertet. Allerdings könnte der Index infolge von Gewinneinbrüchen der Unternehmen erneut unter Druck geraten, auch weil die Renditen nicht viel weiter sinken sollten. Doch fallen die Gewinne, steigt das KGV und dämpft mögliche DAX-Korrekturen. **Mit einer noch auf Jahre außerordentlich expansiven Geldpolitik erhält der DAX viel fundamentalen Auftrieb**, der sich, wie beschrieben, empirisch durchaus bestätigen lässt. Somit bleibt trotz anhaltend hoher Volatilität und hohem Korrekturpotenzial der grundsätzliche perspektivische Ausblick für den DAX positiv, nicht nur infolge der sich abzeichnenden Konjunkturerholung, sondern vor allem aufgrund der Geldpolitik der EZB. **Noch scheint die Luft für den DAX nicht dünn genug zu sein, um den geldpolitischen Auftrieb entscheidend zu schwächen.**

Unabhängigkeit der EZB: In guten wie in schlechten Zeiten?

Fazit: Die EZB steht in der Kritik, ihre operative Unabhängigkeit zu missbrauchen. Zwar sind die Notenbanken und insbesondere die EZB in den letzten Jahren mit ihren expansiven Maßnahmen weit über ihren optimalen Wirkungsgrad hinausgeschossen – zumindest was ihren direkten Einfluss auf Realwirtschaft und Inflation betrifft. Die Lösung liegt jedoch weniger in der Einengung ihres operativen Freiraums, etwa durch restriktivere Anleihekäufe, noch in einem veränderten Mandat der Preisstabilität. Vielmehr sollte die EZB durch eine gemeinsame und nachhaltige europäische Schuldenpolitik entlastet werden. Denn Europa steht vor bedeutenden Umverteilungen, bei denen der EZB ungewollt eine immer wichtigere Rolle zukommt. Als Hüter der gemeinsamen Währung kann sie sich dieser Pflicht nicht entziehen.

Das Bundesverfassungsgericht hatte im Mai entschieden, dass die EZB eine bessere Begründung für ihre seit 2015 laufenden Ankaufprogramme liefern muss. Sonst könnte die Teilnahme der Bundesbank an der gemeinsamen Geldpolitik rechtswidrig sein. Manche sahen diese Entscheidung als notwendig an, um die EZB in ihrem Handeln etwas zu zügeln. Andere sahen Handlungsfähigkeit und Unabhängigkeit der EZB eingeengt, was auch ihre Effektivität – insbesondere ihren Einfluss auf die Finanzmärkte – einschränken könnte. Grundsätzlich hat das Urteil des Bundesverfassungsgerichts erneut eine Diskussion über die Unabhängigkeit der EZB hervorgerufen. Aber wie unabhängig ist bzw. sollte die EZB eigentlich sein?

Welche Unabhängigkeit ist gemeint?

Grundsätzlich ist bei der Unabhängigkeit von Notenbanken zwischen einer operativen und einer politischen Komponente zu unterscheiden. Bei Letzterer besitzt die EZB keine Unabhängigkeit. Sie kann ihr vom Gesetzgeber verordnetes Ziel der Preisstabilität nicht ändern. Anders stellt es sich bei der operativen Unabhängigkeit dar. Die EZB sollte frei darüber entscheiden können, wie sie das politische Ziel am besten erreichen kann. **Die Bestimmung eines konkreten Ziels ist dabei die Voraussetzung für eine legitime operative Unabhängigkeit.** Auch erleichtert eine präzise Zielvorgabe, daraus resultierende notwendige operative Schritte abzuleiten und zu kommunizieren. Je eindeutiger also das Ziel der Geldpolitik formuliert ist, desto weniger Diskussionen gibt es über die operative Unabhängigkeit der Notenbank bzw. ihre Effektivität bei der Zielerreichung. Aus diesem Grund haben Notenbanken seit Anfang der 1990er-Jahre zunehmend den Auftrag bekommen, ein konkretes und klar verständliches Ziel“ zu verfolgen. Vorreiter hierfür war Neuseeland, das 1989 „Inflation Targeting“ eingeführt hat.

Aktuell wird oftmals argumentiert, eine so bedeutende und einflussreiche Institution wie die Notenbank solle demokratischen Prinzipien unterworfen sein und dürfe eben nicht unabhängig agieren. Doch diese Begründung differenziert eben nicht zwischen Unabhängigkeit im operativen Geschäft und der Zielvorgabe. **Die Ziele der Notenbanken werden durch die Gesetzgebung bestimmt und die Notenbanken müssen über ihre operative Umsetzung regelmäßig Rechenschaft ablegen.** So hat zum Beispiel die Bank of England eine Informationspflicht gegenüber dem Finanzministerium und muss an den Finanzminister berichten, sollte sich die Inflationsrate außerhalb des vorgegebenen Korridors befinden. Ziele der Notenbanken werden keiner regulären parlamentarischen Abstimmung unterstellt, da die Vorgaben als Anker für Erwartungen und Vertrauen dienen sollen und somit relativ stabil sein müssen, weit über eine Legislaturperiode hinaus. Deshalb stehen auch die Ziele der EZB im **Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union und sind in aller Regel kein Diskussionspunkt parlamentarischer Debatten. Im Gegensatz zum „Inflation Targeting“ oder einem expliziten dualen Ziel wie „Vollbeschäftigung bei Preisstabilität“ (Ziel der Fed) ist die Vorgabe der EZB eher vage definiert bzw. beinhaltet viele Aspekte, wobei die Preisstabilität klar dominiert. Hinzu kommt die Aufgabe,** die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Euro-Zone zu unterstützen, ein Ziel, das oftmals in der öffentlichen Diskussion um die Rolle und Aufgaben der EZB verdrängt wird.

Um das Ziel der Preisstabilität greifbarer und damit effektiver für die Steuerung von Erwartungen zu machen, hat die EZB eine Inflationsrate nahe, aber unter 2 % als Ziel definiert. Doch dabei gibt es durchaus Interpretationsmöglichkeiten, was die konkrete Ausgestaltung durch die EZB angeht – insbesondere hinsichtlich des Inflationsniveaus und des gewählten Preisindex. Während diese beiden Zielgrößen in Großbritannien explizit durch das Finanzministerium (HM Treasury) vorgegeben werden, besteht darüber in der Euro-Zone eine anhaltende Diskussion, was der Legitimität der operativen Unabhängigkeit der Notenbank keinen Gefallen tut. Nicht überraschend vor diesem Hintergrund, hatte die EZB zu Jahresanfang eine Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie angekündigt. Eigentlich müsste diese Diskussion durch die Gesetzgebung bzw. die Finanz-

ministerien vorangetrieben werden. Definiert die EZB ihre konkreten Ziele selbst – wenn auch mit Unterstützung in Form von externer Beratung und öffentlicher Diskussion –, befindet sie sich bezüglich ihrer operativen Unabhängigkeit und Legitimität immer in Erklärungsnot.

Warum ist die operative Unabhängigkeit von Notenbanken so wichtig?

Warum ist das Thema der operativen Unabhängigkeit so bedeutend? Ausgangspunkt ist unter anderem die Geldpolitik der 1970er-Jahre, die zu einer strukturell steigenden Inflationsrate führte. Damals griffen Regierungen zum Teil aktiv in die Notenbankpolitik ein und versuchten, die Notenbanken für ihre Zwecke zu nutzen. So wurden diese häufig zum Spielball der Politik und verloren zunehmend ihre Funktion als langfristiger Wächter der Währungsentwicklung. Die Folgen waren ein Anstieg der Inflationserwartungen und aufkommende Zweifel über die langfristige Ausrichtung der Geldpolitik.

Um die Glaubwürdigkeit der Notenbanken zu verbessern und ihr Handeln transparenter zu gestalten, wurden in den letzten Jahrzehnten eindeutige Ziele für die Notenbanken definiert. Diese Ziele beinhalteten oftmals ein konkretes Inflationsniveau. Das sollte die Glaubwürdigkeit der Notenbanken erhöhen, Erwartungen verankern und so die operative Effektivität der Notenbanken steigern. Hierfür ist allerdings notwendig, dass die EZB einen hohen Einflussgrad auf das vorgegebene Ziel hat. Da die Notenbank die Inflationsrate nur indirekt beeinflussen kann, wäre eine Geldmengenregel womöglich effektiver als die Vorgabe einer Inflationsrate. Allerdings hat die Geschichte gezeigt, dass sich Notenbanken auch schwertun, eine Geldmengenregel einzuhalten.

Milton Friedman war überzeugt, dass klare Regeln für Notenbanken notwendig sind, da unkontrolliertes Handeln der Notenbanken immer zu mehr Inflation oder Volatilität in der Realwirtschaft führe. Er sprach sich deshalb für eine Geldmengenregel aus. Mit solch einer Regel wären Notenbanken nur für die „mechanische“ Sicherstellung des Geldmengenwachstums verantwortlich. Allerdings schützt auch das nicht vor außerordentlichen geldpolitischen Maßnahmen – wie das US-Zinsniveau Anfang der 80er Jahre des vergangenen Jahrhunderts gezeigt hat. Reagiert die Kreditvergabe nicht ausreichend auf Zinsänderungen, muss die Notenbank auch dann „unkonventionelle Maßnahmen“ ergreifen. **Unbeugsame Regeln schützen demnach nicht vor unkonventioneller Geldpolitik – im Gegenteil.** Nötig wäre dann eher eine Anpassung des Ziels, was dieses als Anker bedeutungslos machen würde. So gilt es zwischen der Stabilität der geldpolitischen Instrumente (Zinsen, Ankaufvolumen) und der Glaubwürdigkeit des geldpolitischen Ziels der Notenbank zu unterscheiden bzw. abzuwägen. **Gilt die operative Umsetzung der geldpolitischen Ziele der Notenbanken als zu extrem, kann der Eindruck entstehen, die geldpolitischen Maßnahmen wären das eigentliche Ziel.** Die aktuellen Diskussionen über den neutralen Zinssatz der Notenbank und eine gewünschte Abkehr der EZB von negativen Zinsen sind Beispiele hierfür. In diesen Fällen werden Instrumente und Ziele der Geldpolitik verwechselt. **Will man die operative Unabhängigkeit unterbinden, um unkonventionelles Handeln wie großvolumige Anleihekäufe zu verhindern, muss das Notenbankziel aufgegeben oder neu definiert werden.** Das Bundesverfassungsgericht hat jedoch in seinem eingangs erwähnten Urteil nur eine stringendere Begründung für die Anleihekäufe der EZB eingefordert. Dies stärkt eher die operative Unabhängigkeit der EZB als dass es sie schwächt, da eine unkonventionelle Geldpolitik nur ausreichend begründet werden muss, um sie zu legitimieren.

Geldpolitik in der Euro-Zone – worum geht es eigentlich?

Notenbanken wurden in erster Linie dafür geschaffen, in Krisen ausreichend Liquidität bereit zu stellen. Die explizite Formulierung eines Notenbankziels ist demnach eine eher jüngere Entwicklung. Entscheidend für eine effektive Notenbankpolitik ist jedoch, dass das Ziel erreichbar ist, sodass eine rationale Inflationserwartung durch das Ziel vorgegeben ist. **In Jahren relativer Inflationsstabilität war es unumstritten, der Notenbank operative Unabhängigkeit zu geben. Die Ziele der Geldpolitik waren „relativ einfach“ zu erreichen, und die Notenbanken bewegten sich in einem engen operativen Korridor der „Normalität“. Das stützte die Erwartung, Notenbanken könnten die Inflationsrate effektiv und genau steuern – ohne Maßnahmen wie negative Zinsen und Ankaufprogramme umzusetzen. Diese Sichtweise hat sich in Krisenphasen als zu einseitig herausgestellt.**

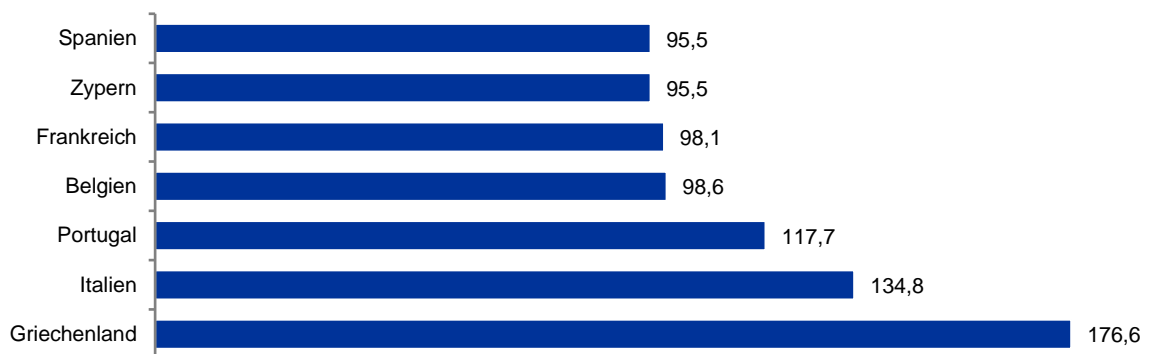
Wie ein Verbrennungsmotor haben auch Notenbanken einen begrenzten effektiven Wirkungsgrad. Eine extreme expansive Geldpolitik mag deshalb ein Zeichen dafür sein, dass die geldpolitische Zielgröße einer Notenbank angepasst werden muss. Doch eine niedrigere Inflationsrate als Ziel allein würde an der aktuellen Ausrichtung der EZB wenig ändern. Um von ihren expansiven Maßnahmen abkehren zu können, benötigt die EZB Unterstützung durch die Fiskal- und Wirtschaftspolitik. Diese muss die notwendigen

Rahmenbedingungen für die Schuldentragfähigkeit der Euro-Zone sicherstellen. Da aktuell die Schuldentragfähigkeit vieler Euro-Staaten nur oder maßgeblich durch die Zinspolitik sichergestellt wird, hat die EZB wenig Handlungsspielraum. Nötig wäre eine koordinierte europäische Lösung für die Schuldenproblematik. Geht es um eine „normalere“ Geldpolitik, muss das Risiko eines wirtschaftlichen Zusammenbruchs infolge von unkontrollierten Ausfällen durch die Politik reduziert werden, nicht durch die Notenbank. **Die Euro-Zone steht vor bedeutenden Umverteilungen: Entweder durch eine langanhaltende Geldpolitik der negativen realen Zinsen**

oder durch eine koordinierte Entlastung schwacher Euro-Staaten. Was fehlt, ist ein grundsätzlicher und gelebter Konsens über eine gemeinsame Fiskalpolitik der Euro-Zone. Um das zu erreichen, muss für Länder wie Griechenland oder Italien, aber womöglich auch Frankreich und Portugal die Handlungsfähigkeit des Staates wiederhergestellt werden. Das kann nur durch eine Schuldenentlastung geschehen. Nur Staaten, die handlungsfähig sind, können eine nachhaltige Fiskalpolitik betreiben.

Das Argument, die EZB sei nicht für die Schuldentragfähigkeit der Euro-Länder verantwortlich, trifft nicht den Kern der Problematik. Zum einen beinhaltet ihr Mandat sehr wohl die wirtschaftliche Entwicklung der Euro-Zone. Zum anderen wäre mit Schuldenschnitten und einer Zerrüttung der fiskalischen Union die Preisstabilität bzw. der Erhalt des Euro alles andere als gesichert bzw. stabil. Der Euro wurde nicht als Krone der europäischen Integration eingeführt, sondern – neben politischen Motiven – als Instrument, um diese Integration zu erreichen. **Die EZB ist Teil einer Baustelle und kein Mandatsträger einer stabilen Union, was notgedrungen unkonventionelle geldpolitische Schritte mit sich bringt. Die Maßnahmen der EZB sind demnach ein Barometer der europäischen Integration und Harmonie. Deshalb sollte die EZB auch nicht zu sehr in der Kritik stehen, sondern eher als Mahnmal gelten, wie es um die Euro-Zone tatsächlich steht.**

Abb. 1: Staatschuldenquoten hochverschuldeter Euro-Länder 2019, in % zum BIP



Quelle: Eurostat

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

| | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P |
|-------------|------|------|-------|-------|
| Deutschland | 1,6% | 0,6% | -7,1% | 4,5% |
| Euro-Zone | 1,9% | 1,2% | -9,7% | 4,3% |
| UK | 1,3% | 1,4% | -8,0% | 3,9% |
| USA | 2,9% | 2,3% | -5,9% | 4,3% |
| Japan | 0,3% | 0,8% | -5,5% | 2,3% |
| China | 6,7% | 6,2% | 2,1% | 8,9% |

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

| | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P |
|-------------|------|------|-------|-------|
| Deutschland | 1,7% | 1,4% | 1,0% | 1,3% |
| Euro-Zone | 1,8% | 1,2% | 0,5% | 1,0% |
| UK | 2,5% | 1,8% | 0,8% | 1,2% |
| USA | 2,4% | 1,8% | 0,9% | 1,8% |
| Japan | 1,0% | 0,6% | 1,0% | 0,8% |
| China | 2,1% | 2,9% | 2,8% | 2,2% |

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

| | 23-Jul | in 3M | Ende 2020 | Ende 2021 |
|------------------------|--------|-------|-----------|-----------|
| 3M-Euribor | -0,45 | -0,41 | -0,42 | -0,42 |
| 3M-USD-Libor | 0,26 | 0,30 | 0,30 | 0,30 |
| 10-Jahre Bund | -0,49 | -0,42 | -0,40 | -0,40 |
| 10-Jahre U.S. Treasury | 0,59 | 0,70 | 0,72 | 0,75 |

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

| | 23-Jul | in 3M | Ende 2020 | Ende 2021 |
|---------|--------|-------|-----------|-----------|
| EUR/USD | 1,16 | 1,15 | 1,18 | 1,15 |
| EUR/GBP | 0,91 | 0,90 | 0,91 | 0,92 |
| EUR/JPY | 124 | 123 | 126 | 123 |
| EUR/CHF | 1,08 | 1,08 | 1,11 | 1,12 |
| EUR/HUF | 347 | 350 | 344 | 348 |
| EUR/CZK | 26,4 | 26,5 | 26,2 | 26,1 |
| EUR/TRY | 7,94 | 7,80 | 8,10 | 8,30 |
| EUR/PLN | 4,42 | 4,44 | 4,40 | 4,45 |
| EUR/RUB | 82,3 | 81,2 | 79,8 | 76,6 |
| EUR/MXN | 25,9 | 25,4 | 25,0 | 25,8 |
| EUR/ZAR | 19,1 | 19,0 | 18,5 | 19,8 |
| EUR/CNY | 8,11 | 8,03 | 8,15 | 8,07 |
| EUR/CAD | 1,55 | 1,55 | 1,54 | 1,47 |
| EUR/AUD | 1,62 | 1,62 | 1,59 | 1,54 |

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) EZB; FRED und IKB-Prognosen (in 3M; 9M; Ende 2020)

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-Böttzkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0
Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4492

Juli 2020

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorstand: Dr. Michael Wiedmann (Vorsitzender), Claus Momburg