

Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

Autoren/Ansprechpartner:
Volkswirtschaft und Research
IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Kurt Demmer, Chefvolkswirt
+49 211 8221 4488
Kurt.Demmer@ikb.de

Dr. Klaus Bauknecht
Ökonometrie/Kapitalmarkt
+49 211 8221 4118
Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

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

Oleksiy Artin
Oleksiy.Artin@ikb.de

Ralf Heidrich
Ralf.Heidrich@ikb.de

Margit Hogenkamp
Margit.Hogenkamp@ikb.de

Dr. Günter Kann
Guenter.Kann@ikb.de

Lars Kolbe
Lars.Kolbe@ikb.de

Konjunktur: Aufhellung in Deutschland und Stabilisierung in der Euro-Zone, aber die Krise ist noch nicht bewältigt **2**

Frühindikatoren deuten deutsche Konjunkturerholung an • Euro-Zone mit Stabilisierungstendenzen • 2013 wird zur wichtigen Etappe zur Überwindung der Krise

Kapitalmärkte: Überschüssige Liquidität des Bankensystems geht zurück, der Leitzins sollte erst auf mittlere Sicht für die Geldmarktsätze bindend werden **4**

Überschüssige Liquidität wurden reduziert, bestehen aber weiterhin
• Trendwende der Geldmarktsätze ist eingeleitet • Tendenziell steigende Geldmarktsätze, aber noch keine Normalisierung

Aufwertungstrend des Euro – Perspektive ist gefragt **6**

Aktuell Überreaktion der Märkte • Reale effektive Euro-Aufwertung noch unter langjährigen Durchschnitt • Keine Anzeichen für preisliche Wettbewerbsnachteile • Aktuell kein überbewerteter Euro

Euro-Krise: Spanien hält Schlüsselrolle und bleibt Sorgenkind **9**

Spaniens Primärdefizit und Wirtschaftslage bleiben Risikofaktoren
• Hohe Arbeitslosigkeit und Sparmaßnahmen belasten • Fehlende gesellschaftliche Unterstützung kann zu erneuten Vertrauensverlust an den Märkte führen • Gewisses Grundwachstum sichert Wohlbefinden

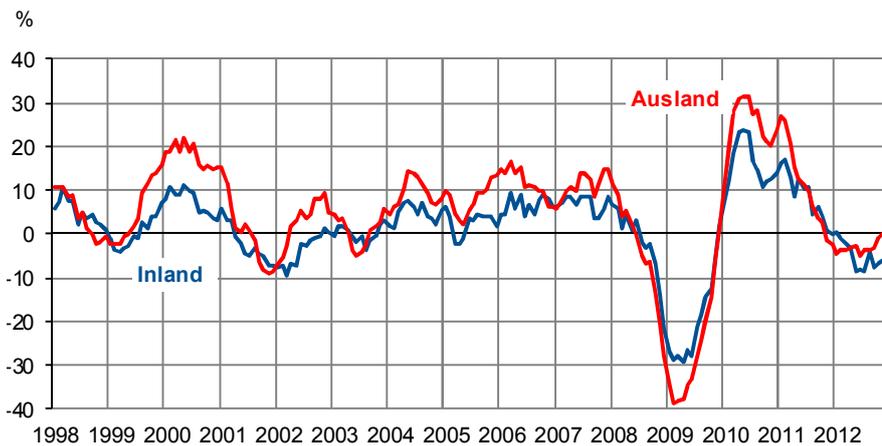
Ifo-Index und deutsches Konjunkturbild 2013 **12**

Ifo-Index deutet auf Wachstumsbeschleunigung im zweiten Quartal 2013 an • Bestätigt IKB-Erwartung eines BIP-Wachstums um 1 %

Produktidee – Zinssicherung: CiS – Cap into Swap **13**

Variabler Zinssatz in der ersten Periode, damit Vermeidung negativer Carry • Trotzdem in den ersten zwei Jahren Zinssicherung bei 1,00%
• Garantierter Zinssatz für die zweite Periode

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes



IKB-Prognose 2013

Reale Veränderung in %, kalenderbereinigt

BIP-Wachstum	0,8
Privater Verbrauch	0,9
Bauinvestitionen	2,4
Ausrüstungen	-5,2
Exporte	4,0
Importe	3,8

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

Konjunktur: Erwartete Aufhellung in Deutschland und Stabilisierung in der Euro-Zone, ...

Die gesamtwirtschaftliche Leistung ist in Deutschland im letzten Quartal des Jahres 2012 deutlich zurückgegangen. Es gab ein Minus von 0,6 % zum Vorquartal und auch die Industrieproduktion sank – trotz eines leichten Plus im Dezember von 0,8 % zum Vormonat - im Quartalsvergleich spürbar um 3 %. Damit dürfte auch der Start ins Jahr 2013 verhalten ausfallen, aber die Gegenbewegung deutet sich bereits an.

So gibt es die begründete Aussicht, dass die wirtschaftliche Schwächephase nicht zu lange anhalten wird (s. hierzu Beitrag S. 12). Die Erwartungen der Unternehmen haben sich spürbar aufgehellt. Das gilt insbesondere für die Beurteilung der Exportchancen. Im Unternehmenssektor hat die Sorge vor einem Zerfall der Währungsunion abgenommen. Die Stimmungsindikatoren spiegeln wider, dass die Unternehmen nicht mehr ganz so risikoavers agieren. Dies bildet zumindest eine gute Grundlage für eine bald wieder anziehende Investitions- und Produktionstätigkeit.

Beim Auftragseingang der Industrie zeigt sich seit Herbstbeginn vor allem wegen der anziehenden Nachfrage aus dem Ausland eine Belebungstendenz. Der Arbeitsmarkt ist trotz Schwächephase ebenfalls robust geblieben. Mit anhaltend guter Beschäftigungssituation und steigenden Gehältern sollte der private Konsum Wachstumsimpulse bringen.

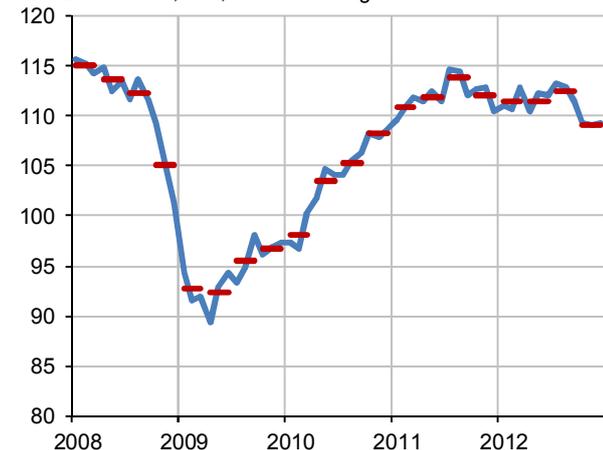
Auch in der Euro-Zone zeigen sich Stabilisierungstendenzen. Einkaufsmanagerindizes und Economic Sentiment liegen zwar nach wie vor auf Niveaus, die eher auf eine leicht schrumpfende Wirtschaftsleistung in der Euro-Zone hindeuten. Sie haben sich in den vergangenen drei Monaten aber spürbar verbessert, und auch aus deutscher Sicht ist ein Anziehen der Auftragseingänge aus dem Euro-Raum zu beobachten. Zudem konnte die Euro-Zone als Ganzes im Dezember die Industrieproduktion um 0,7 gegenüber dem Vormonat steigern.

Die Gründe für die wirtschaftliche Schwächephase seit Anfang des letzten Jahres waren zum einen das nachlassende Wachstum nach der Aufholphase, aber vor allem natürlich die Krise im Euro-Raum, die im Frühjahr 2012 zu erneuten Unsicherheiten führte und sogar Befürchtungen um den Zerfall der Euro-Zone aufkommen ließ. Mit der EZB-Ankündigung – unter Umständen Staatsanleihen von Problemländern aufzukaufen - hat sich die Lage beruhigt; ein Euro-Zerfall gilt nicht mehr als wahrscheinlich. Zudem hat es Fortschritte bei den Krisenländern gegeben: Die Leistungsbilanz- und Haushaltsdefizite sind gesunken, die Wettbewerbsfähigkeit hat sich verbessert und wichtige Strukturreformen wurden angestoßen.

... aber die Krise ist noch nicht bewältigt

Deutsche Industrieproduktion

Index 2005 = 100, real, saisonbereinigt

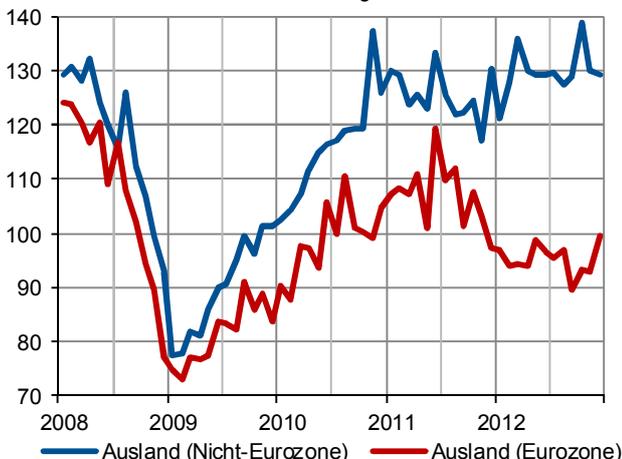


Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB



Deutsche Auftragseingänge aus dem Ausland

Index 2005 = 100, real, saisonbereinigt

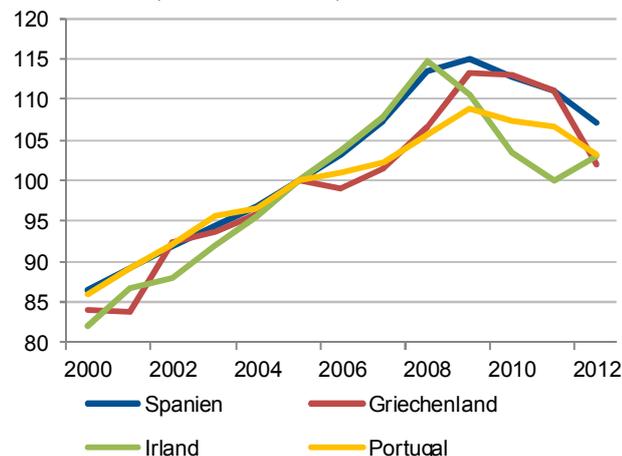


Quellen: Eurostat; IKB



Wettbewerbsfähigkeit der PIGS-Länder

Lohnstückkosten, Index 2005 = 100, nominal



Quellen Eurostat; IKB



Ebenfalls wurden wichtige Anpassungen im Rahmenwerk der Euro-Zone (Fiskalpakt, Einigung auf eine Bankenunion) vorgenommen. Insgesamt sind damit wichtige Schritte zur Krisenbewältigung vollzogen worden, doch erreicht wurden bisher nur Etappenziele – mehr nicht. Jetzt zu glauben, die Krise wäre beendet, ist sicherlich verfrüht, denn einen einfachen und schnellen Ausweg gibt es nicht.

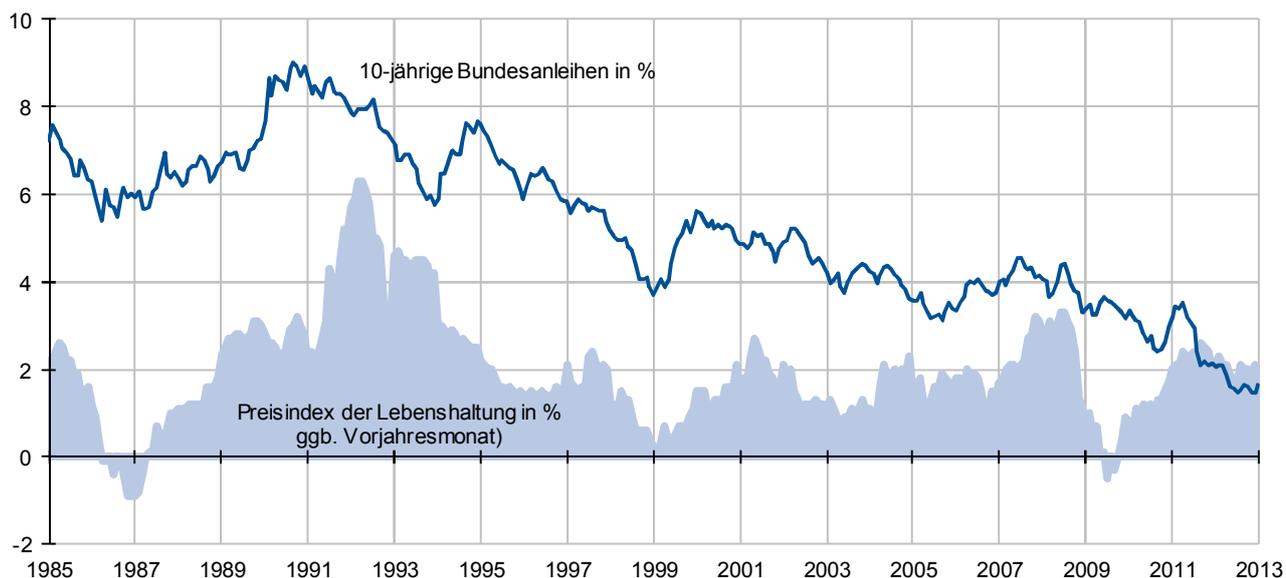
Die notwendigen Anpassungen, um Staatsfinanzen und Wirtschaftsstrukturen wieder in Ordnung zu bringen, sind keine Prozesse von Tagen oder Monaten. So haben sich die Verluste an Wettbewerbsfähigkeit in den europäischen Krisenländern über Jahrzehnte aufgebaut und können nicht innerhalb von Monaten wettgemacht werden. Die bereits erzielten Erfolge bei der Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit haben bereits Jahre gebraucht. Dieser Anpassungsprozess wird noch länger andauern, um eine ausreichende preisliche Wettbewerbsfähigkeit erreichen zu können.

Der Schuldenabbau bei Staaten, Unternehmen und privaten Haushalten wird ebenfalls ein langwieriger Prozess sein. Bei den Staatsschulden hat er noch nicht einmal richtig begonnen, da zunächst nur weniger neue Schulden aufgenommen werden, indem die Haushaltsdefizite verringert wurden. Auch angesichts der nur schwachen Wirtschaftsleistung – vor allem in den Krisenländern – werden steigende Schuldenquoten noch länger zu verzeichnen sein.

Um die Krise nachhaltig zu überwinden, müssen die Reformen beibehalten bzw. schnell umgesetzt werden. Dennoch bleibt die Umsetzung angesichts hoher Arbeitslosigkeit, schwacher Konjunktur und anstehender Wahlen eine Gratwanderung. Vor diesem Hintergrund ist gerade die wirtschaftliche Stabilisierung mit anschließender Erholung eine wichtige, wenn nicht sogar die entscheidende Grundlage für das nachhaltige Überwinden der Krise im Euro-Raum. Das Jahr 2013 wird nicht das Ende der Krise im Euro-Raum bringen, aber es könnte ein wichtiger Schritt zur Überwindung der Probleme darstellen.

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

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

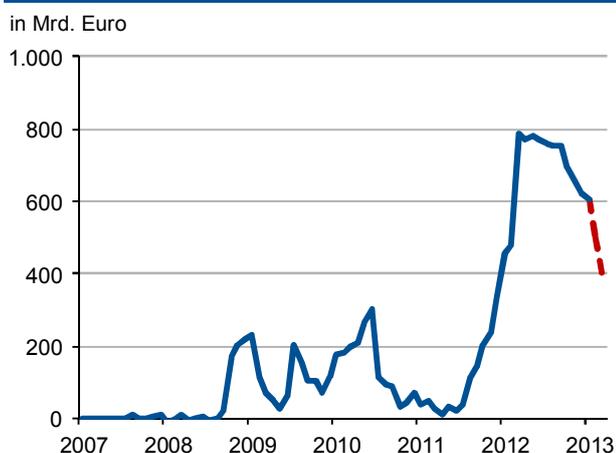


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Überschüssige Liquidität des Bankensystems geht zurück ...

Überschüssige Liquidität*



* Einlagefazilität und Girokonten abzüglich Mindestreserve

Quellen: EZB; IKB

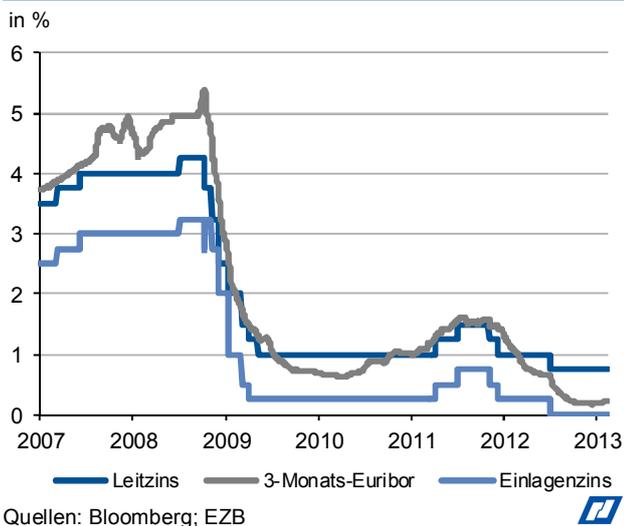


Die überschüssigen Reserven des Euro-Bankensystems sind deutlich zurückgegangen. Hauptgrund war die Möglichkeit, ab Ende Januar den ersten 3-Jahrestender der EZB zumindest teilweise zurückzugeben. Da die Geldmarktsätze deutlich unterhalb des Leitzinses handeln und die überschüssige Liquidität immer noch sehr hoch ist, kommt die Rückführung der Liquidität nicht überraschend. Mit einem weiteren Rückgang von um die 100 Mrd. Euro aus dem zweiten Tender könnte die gesamte überschüssige Liquidität, die im März 2012 mit 813 Mrd. Euro ihren Höchstwert erreichte, bis Ende Februar 2013 auf rund 400 Mrd. zurückgehen. Welche Auswirkung hat diese Entwicklung auf die Geldmarktsätze?

Gäbe es keine überschüssigen Reserven, wäre der Leitzins der bestimmende Zinssatz, der die Kosten für die Beschaffung von Liquidität bei der EZB widerspiegelt. Da aktuell jedoch immer noch überschüssige Reserven bestehen, bestimmt nicht die Kreditseite bzw. der Leitzins den Preis für Liquidität, sondern die Einlagenseite. Der Einlagenzinssatz der EZB liegt momentan bei 0 %. Mit einer rückläufigen Liquidität sollten die Geldmarktsätze vermehrt wieder in den Einflussbereich des Leitzinses fallen. Da jedoch mit keinem kurzfristigen Abbau der gesamten überschüssigen Reserven zu rechnen ist, dürfte eher von tendenziell langsam steigenden Geldmarktsätzen ausgegangen werden als von einer starken Korrektur. Es ist allerdings zu betonen, dass eine Normalisierung der Geldmarktsätze einer Änderung der Zinspolitik vorausgehen muss, damit diese effektiv bzw. umsetzbar ist. Da aber frühestens im Verlauf von 2014 von einer möglichen Änderung der Zinspolitik auszugehen ist, besteht keine kurzfristige Notwendigkeit, die überschüssige Liquidität zurückzuführen. Im Gegenteil: Die EZB hat sehr deutlich betont, dass die Rückführung der Liquidität keine effektive Veränderung der aktuellen Zinspolitik herbeiführen sollte.

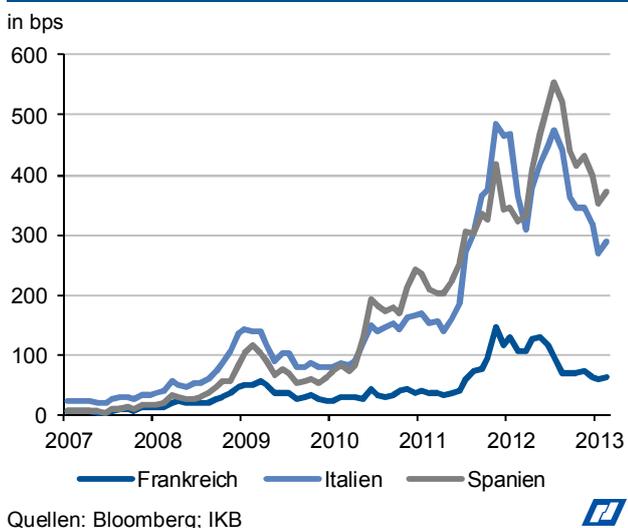
... doch der Leitzins sollte erst auf mittlere Sicht für die Geldmarktsätze bindend werden

Leitzins, Einlagenzinssatz und 3-Monats-Euribor



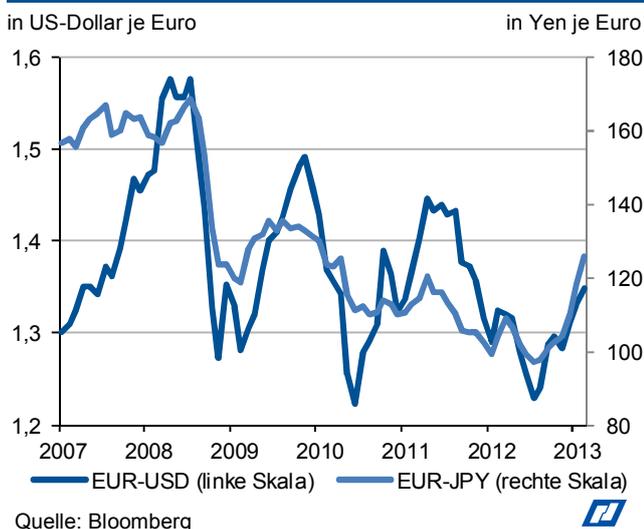
Deshalb würde nur eine kurzfristige Korrektur der Geldmarktsätze zum Leitzins eine weitere Leitzinssenkung durch die EZB mit sich bringen. Der dafür benötigte bedeutende Rückgang der überschüssigen Liquidität wird jedoch selbst von der EZB nicht erwartet. Nach der Rückgabe des zweiten Tenders ist eher von einer langsamen Rückführung der Liquidität auszugehen, die in den nächsten 12 bis 18 Monaten die Relevanz des Leitzinses schrittweise anheben sollte. Damit wird noch einige Zeit vergehen, bevor der Leitzins erneut für die Geldmarktsätze bestimmend sein wird. Dennoch gehen wir davon aus, dass mit den jüngsten Entwicklungen die Trendwende bei den Geldmarktsätzen eingeleitet wurde.

Risikoprämien ausgewählter Länder



Diese Wende wird auch durch die weitere Aufhellung auf den Finanzmärkten und der Realwirtschaft in der Euro-Zone bestätigt. Zwar haben die jüngsten Entwicklungen in Spanien und Italien die Nervosität erneut ansteigen lassen, allerdings scheint sie sich bereits wieder zu legen. Entscheidend für die anhaltende Normalisierung bleibt die konjunkturelle Erholung der Euro-Zone. Denn nur mit einem sich aufhellenden Wirtschaftsbild ist der Erhalt der Euro-Zone auf Sicht fundamental sichergestellt (siehe Beitrag unten über Spanien S. 9).

Wechselkurse: EUR-USD und EUR-JPY



Die jüngsten Bewegungen auf den Devisenmärkten haben für viel Diskussionsstoff gesorgt. Vor allem die Entwicklung des japanischen Yen hat die Sorge vor einem Währungskrieg – also einer bedeutenden Abwertung der eigenen Währung, um Wettbewerbsvorteile zu erlangen – erneut aufkommen lassen. Es ist allerdings zu erkennen, dass der gegenwärtigen Abwertung des japanischen Yen eine jahrelange Aufwertung vorausgegangen war. Zudem ist das Ziel der japanischen Regierung eher eine positive Inflationsrate. Und auch die derzeitige Euro-Aufwertung ist, im historischen Kontext betrachtet, alles andere als ein Anzeichen einer Überbewertung der Gemeinschaftswährung, sodass Besorgnisse über negative Konjunktureinflüsse zu relativieren sind. (siehe Beitrag S. 6).

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

Aufwertungstrend des Euro – Perspektive ist gefragt

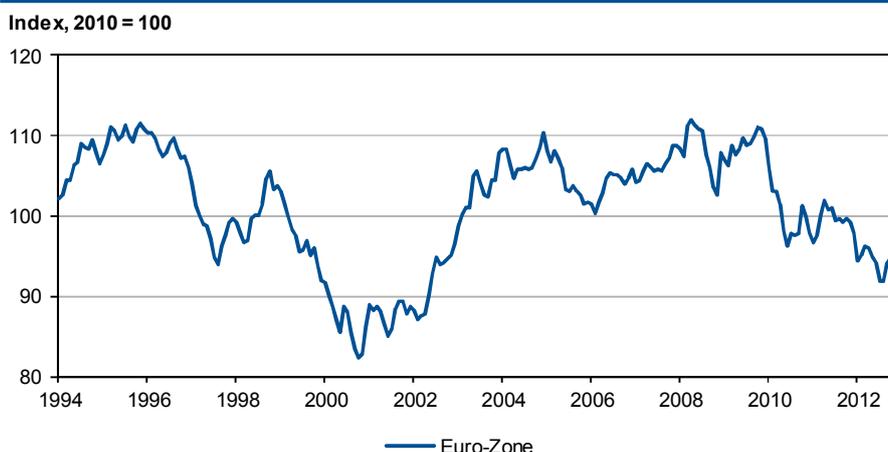
In den letzten Wochen kannte der Euro generell nur den Weg nach oben. Nicht nur gegenüber dem US-Dollar, sondern auch zum britischen Pfund, Schweizer Franken und vor allem zum japanischen Yen ist der Euro aufgewertet. Zwar deutet unsere Fundamenteinschätzung auf solch eine Entwicklung hin, allerdings hat der Euro bereits jetzt Niveaus erreicht, die die IKB-Modelle erst für Ende 2013 bzw. 2014 signalisiert haben.

Sicherlich schauen Märkte voraus und antizipieren eine weitere Normalisierung der Risiken in der Euro-Zone – eine Einschätzung, die sich fundamental erst über die nächsten Quartale zeigen wird. So kann die aktuelle Entwicklung angesichts der bekannten Wirtschaftsdaten als eine gewisse Überreaktion der Märkte angesehen werden. Doch nur wenn sich der fundamentale Ausblick einer sich stabilisierenden Euro-Zone – im Notfall mit Hilfe der EZB – als eine falsche Einschätzung herausstellen würde, wäre die Sicht einer deutlichen Übertreibung auf den Wechselkursmärkten gerechtfertigt.

Doch aktuell spielen noch weitere Aspekte eine Rolle. So hat zum Beispiel Japan ein explizites Inflationsziel eingeführt, das nur mit Hilfe eines schwachen Yen zu erreichen sein dürfte, und die britische Wirtschaft kann angesichts der Konsolidierungsmaßnahmen immer noch nicht überzeugen. Zudem ist der Safe-Haven-Status des Schweizer Franken weniger gefragt. All diese Aspekte fördern eine fundamentale Aufwertung des Euro. Doch diese Entwicklungen sind nicht statisch. Sollte sich die US-Konjunkturlage im Verlauf von 2013 aufhellen und die Unsicherheit rund um die fiskalische Klippe durch eine mittelfristige Perspektive in der US-Schuldenproblematik abgelöst werden, ist von einer allgemeinen Aufwertung des US-Dollar auszugehen. Entscheidend hierfür wird die Fed sein, die durch ihre Ankündigungen eine Wende der Zinspolitik einleiten und damit das lange Ende der US-Zinskurve nach oben korrigieren könnte. Ob dies bereits Ende 2013 der Fall sein wird, bleibt jedoch abzuwarten.

Zur Messung der durch Wechselkurse induzierten Veränderung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit einzelner Länder wird der effektive Wechselkurs, welcher einen gewichteten Index der wichtigsten Handelspartner darstellt, herangezogen. Der reale effektive Wechselkurs wird zudem um die relativen Inflationsunterschiede der einzelnen Länder bereinigt. Abbildung 1 zeigt den daraus resultierenden realen effektiven Wechselkurs (REEX) für die Euro-Zone, wobei ein Anstieg des Index auf eine Aufwertung hindeutet. Es ist ersichtlich, dass der Euro im historischen Kontext nicht überbewertet ist – wenngleich die Daten des REEX aktuell nur bis Ende Dezember verfügbar sind. Die Aufwertung des Euro gegenüber den Hauptwährungen seit Januar könnte den REEX auf einen Wert Richtung 100 ansteigen lassen – seinen langfristigen Durchschnitt. Doch selbst mit den aktuellen Niveaus verschiedener Euro-Wechselkurspaare wäre die effektive Abwertung seit Mitte 2011 immer noch nicht vollständig kompensiert.

Abb. 1: Realer effektiver Wechselkurs (REEX)



Quelle: BIS

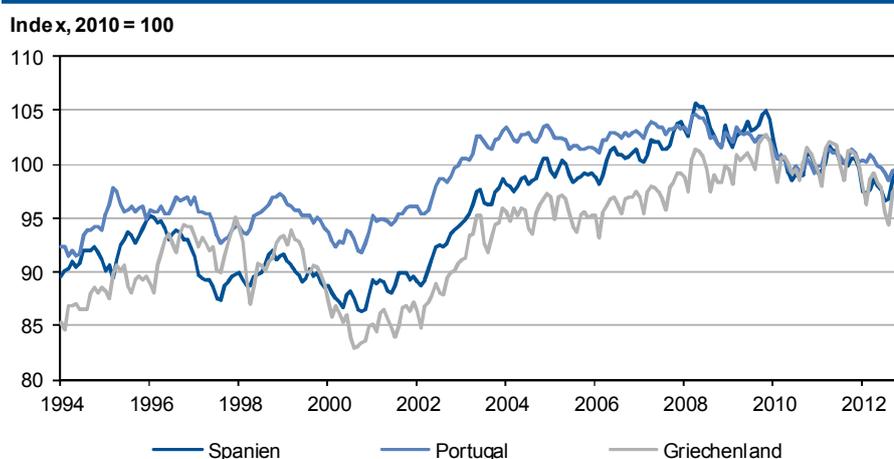
Die realwirtschaftlichen Implikationen der momentanen Aufwertung sollten sich daher in Grenzen halten. Im historischen Vergleich ist der Euro/REEX nicht zu hoch oder überbewertet. Sicherlich verursacht eine Aufwertung kurzfristige Wettbewerbsnachteile. Allerdings sind diese vor dem Hintergrund der vollzogenen Abwertung seit 2009 zu sehen. Abbildung 1 veranschaulicht zudem, dass der REEX mittelfristig relativ stabil ist. Dies bestätigt, dass kurzfristige Wechselkursschwankungen die mittelfristige Wettbewerbsfähigkeit nur begrenzt beeinflussen. So sollte der Einfluss des aktuellen Euro-Niveaus auf die mittelfristige Wettbewerbssituation nicht überbewertet werden.

Zur Beurteilung des gesamten Einflusses von Zinsen und Wechselkursen wird oftmals auf einen Monetary Condition Index (MCI) verwiesen, der eine Gewichtung zwischen Zinsen und Wechselkurs darstellt und somit ein kombinierter Maßstab der Geldpolitik ist. Der Indexwert ist aber wegen negativer realer Zinsen und einer deutlich höheren Gewichtung der Zinsen immer noch sehr niedrig. Empirische Analysen bestätigen, dass Zinsen ein deutlich höheres Gewicht für die Messung der Geldpolitik und deren Einfluss haben als der Wechselkurs. Die Geldpolitik der EZB bleibt also trotz aktueller Euro-Einwirkung deutlich unterstützend. **Daher sollte auch das aktuelle Niveau des Euro die EZB nicht zum Handeln nötigen.**

Doch aus fundamentaler Sicht könnte die Euro-Zone eher einen schwachen Euro benötigen. Zum einen würden Deflationsrisiken zurückgehen, die angesichts der Rezession in Südeuropa nicht zu vernachlässigen sind. Zum anderen würde sich die Wettbewerbsfähigkeit der Euroländer verbessern, da ein großer Anteil der Exporte der PIGS-Länder nicht in die Euro-Zone geht. Eine Euro-Abwertung wird daher oftmals als notwendig für die Wettbewerbsverbesserung dieser Länder gesehen. Abbildung 2 gibt den realen effektiven Wechselkurs für ausgewählte südeuropäische Länder wieder. Sie zeigt die reale Aufwertung, die diese Länder seit der Euro-Einführung erfahren haben. Erkennbar ist allerdings auch, dass sich dieser Trend seit 2009 gedreht hat und diese Länder eine reale Abwertung erfahren haben.

Der Abwertungstrend wird auch durch die realwirtschaftliche Anpassung bzw. fallende Löhne beeinflusst. **In Verbindung mit stagnierenden Löhnen und Überkapazitäten dürfte die erwartete Konjunkturerholung in 2013 und vor allem in 2014 die Lohnstückkosten weiter senken – und damit weitere Wettbewerbsvorteile festigen. So ist davon auszugehen, dass sich der REEX dieser Länder weiter nach unten anpassen wird, denn Lohndruck ist angesichts der Reformen sowie hoher Arbeitslosigkeit eher nicht zu erwarten. Entscheidend für die Wettbewerbsfähigkeit sind das Produktivitätswachstum bzw. die Lohnstückkosten. Hierfür sind generelles Wachstum und flexible Arbeitsmärkte notwendig – nicht die Abwertung des Euro.**

Abb. 2: Realer effektiver Wechselkurs (REEX)



Fazit: Selbst unter Berücksichtigung der aktuellen Aufwertung des Euro gibt es noch keine Anzeichen, dass diese Entwicklung zu deutlichen preislichen Wettbewerbsnachteilen, wie gemessen am realen effektiven Wechselkurs, geführt hat oder dass im historischen Vergleich von einem überbewerten Euro die Rede sein

kann. Auch bleibt wegen des deutlich höheren Einflusses der Zinsen die Geldpolitik selbst mit der aktuellen Aufwertung immer noch außerordentlich expansiv. So sollte der Euro-Wechselkurs auch weiterhin eine untergeordnete Rolle für die Geldpolitik spielen und aktuell noch keinen Einfluss auf die EZB-Prognosen sowie -Einschätzungen haben. Nur eine weitere deutliche Aufwertung würde Argumente für kurzfristige negative Wachstumsimpulse liefern. Dagegen sprechen jedoch 2 Aspekte: Zum einen spiegelt bereits jetzt das aktuelle Wechselkursniveau des Euro die erwartete fundamentale Verbesserung in der Euro-Zone in 2013 größtenteils wider, sodass es eher wenig Unterstützung für eine weitere fundamentale Korrektur zu geben scheint. Zum anderen sollte auch das Wachstumsbild anderer Länder – allen voran der USA – sich im Verlauf von 2013 aufhellen und somit die Normalisierung der Risikoeinschätzung für die Euro-Zone relativieren.

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

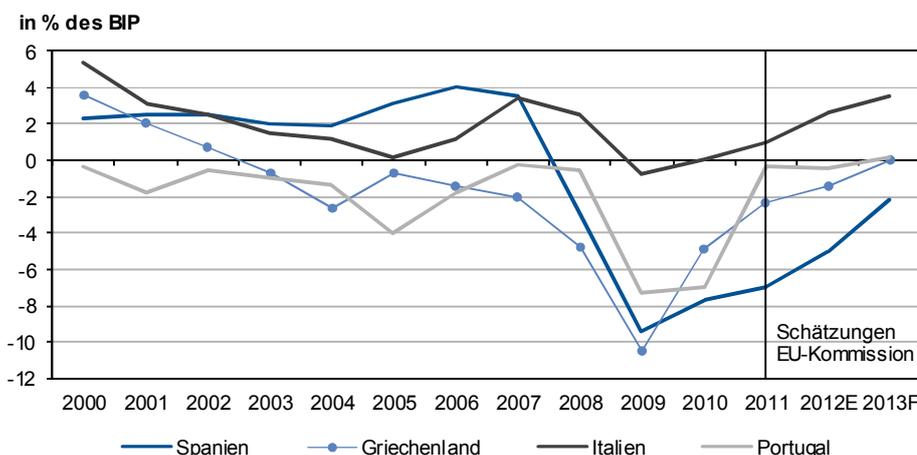
Eurokrise: Spanien hält Schlüsselrolle und bleibt Sorgenkind

Die spanische Wirtschaft ist im vierten Quartal 2012 um 0,7 % geschrumpft. Die Wirtschaftsleistung ist damit seit nunmehr 6 Quartalen rückläufig. Zwar wurde der letzte Rückgang unter anderem wegen der Mehrwertsteuererhöhung im September 2012 erwartet, doch mildert dies die wirtschaftliche Situation eher wenig: Die spanische Wirtschaft ist seit Anfang 2008 um mehr als 6 % geschrumpft. Die Kfz-Neuzulassungen, ein genereller Konjunkturindikator, bewegen sich in Spanien auf einem Niveau wie Anfang der 80er Jahre. Die Arbeitslosigkeit verharrt bekanntlich bei 26,6 %. Für 2013 erwartet die IKB einen weiteren BIP-Rückgang um 1,1 %. Doch selbst diese Prognose beruht auf einer Stabilisierung der Wirtschaftsleistung im Verlauf von 2013.

Fast alle Immobilienkredite sind in Spanien variabel verzinst. Beim aktuellen Niveau des Euribor deuten die gefallen Zinskosten auf eine noch nie dagewesene Erleichterung für spanische Immobilienkreditnehmer hin, wodurch eine Eskalation der Ausfallraten, wie sie in den USA stattgefunden hat, bislang verhindert wurde. So ist die Ausfallrate von Immobilienkrediten noch relativ gering, doch die Tendenz ist steigend – von 2,4 % Anfang 2011 auf aktuell 3,5 %. Eine freiwillige oder auch durch Ausfälle erzwungene Entschuldung kann durch eine Niedrigzinspolitik zwar verzögert, aber nur schwer umgangen werden. Weder Investoren noch private Haushalte reagieren in einem Umfeld von Unsicherheit nennenswert auf Zinsveränderungen. Die Niedrigzinspolitik der EZB kann daher auch nicht als entscheidendes Gegengewicht zum Einfluss der Sparpolitik des Staates gesehen werden. In solch einem Umfeld, in dem die Multiplikatoreffekte von Ausgabenkürzungen oder Steuererhöhungen besonders hoch sind, ist die Richtigkeit von ambitionierten Sparmaßnahmen zu prüfen. Dies ist übrigens nicht nur die Einschätzung von keynesianisch getriebenen Volkswirten, sondern auch des IWF.

Aktuell gibt es wenig Argumente, warum sich die spanische Wirtschaft kurzfristig erholen sollte – außer vielleicht der Tatsache, dass mit den verzeichneten Rückgängen eine Stabilisierung eine notwendige Konsequenz darstellen könnte. Die Realität sieht jedoch anders aus: Die spanischen Häuserpreise fallen weiter, Investitionen und Kreditvergabe sind rückläufig. Unter diesen Umständen ist es auch nicht verwunderlich, dass Spanien sein Defizitziel von 6,3 % des BIP in 2012 voraussichtlich deutlich verfehlt hat. **Spanien lehrt die Euro-Zone, dass Sparen die Schuldenquote in Relation zum BIP nicht reduziert, sondern im Falle von verlorenem Investorenvertrauen und strukturellen Wachstumsproblemen weiter ansteigen lässt.** Spanien ist noch weit weg vom Erreichen eines Primärüberschusses, der einen Rückgang der absoluten Schulden einleiten könnte. **Das Primärdefizit wies 2012 mit geschätzten 5,0 % des BIP den höchsten Wert unter den PIGS-Ländern auf.** Die wirtschaftlichen Umstände scheinen es nicht zu erlauben, einen positiven Netto-Transfer von der Realwirtschaft in den Finanzsektor sicherzustellen (und damit einen Primärüberschuss zu generieren).

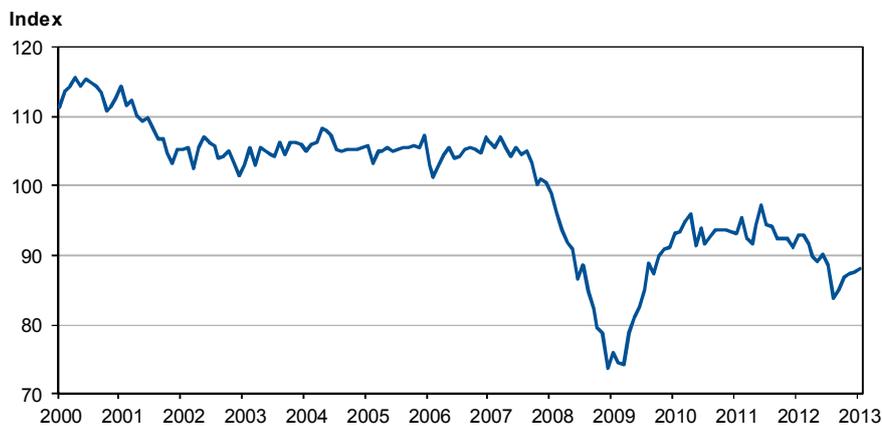
Abb. 1: Primärbilanz des Staates



Quellen: Eurostat; EU-Kommission; IKB

Im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld ist ein primärer Fokus auf das Erreichen von ambitionierten Sparzielen (Rückführung des aktuellen Primärdefizits) in Frage zu stellen. Die Ergebnisse für 2012 bestätigen den Eindruck. **Vertrauen wird durch Wohlstandsschöpfung bzw. Wachstum generiert – und nicht durch Sparmaßnahmen, deren volkswirtschaftliche Konsequenzen die Unsicherheit weiter schüren** und somit den Erfolg der Sparmaßnahmen in weite Ferne rückt. So sollte es in Spanien nicht nur um die Stabilisierung der Staatsfinanzen gehen, was angesichts der Probleme eine einseitige Politik darstellt, sondern um die Stabilisierung der Wirtschaft bzw. des gesellschaftlichen Zusammenhalts. Eine Mehrwertsteuererhöhung ist hierbei nicht hilfreich. **Wir erachten ein hohes Primärdefizit Spaniens in Kombination mit Strukturproblemen und einem primären Fokus auf Sparmaßnahmen als einen nicht zu unterschätzenden Risikofaktor für die Stabilisierung Spaniens und damit auch für die Erholung der Euro-Zone.**

Abb. 2: Wirtschaftsvertrauen (ESI) in Spanien



Quellen: Europäische Kommission; IKB

Spanien bleibt für die Euro-Zone ein großes Sorgenkind. Das Gemisch aus Sparmaßnahmen, einer – gemessen an den wirtschaftlichen Problemen – eher passiven Politik, eskalierender Arbeitslosigkeit und strukturellen Problemen testet die Legitimation der Regierung in der Bevölkerung und somit auch die gesellschaftlichen Strukturen sowie die Unterstützung für die Euro-Zone. Vor diesem Hintergrund ist auch das angekündigte Referendum zur Unabhängigkeit Kataloniens kein Zufall. Die Region leistet Netto-Zahlungen an die Zentralregierung, kämpft aber selbst mit hoher Arbeitslosigkeit. Katalonien macht etwa 20 % der spanischen Wirtschaft aus, und eine Unabhängigkeit würde Spanien deutlich näher an einen Schuldenschnitt rücken. Drohungen, dass ein unabhängiges Katalonien nicht Teil der Euro-Zone oder EU wäre, mögen die Stimmungslage kurzfristig beeinflussen. Mittelfristig könnten sie sich jedoch als kontraproduktiv erweisen, vor allem wenn die Bevölkerung eine Unabhängigkeit vermehrt als Lösung der wirtschaftlichen Probleme ansieht.

Die Euro-Zone geht bereits länger den Weg der Sozialisierung von Haftungen und der damit verbundenen Zentralisierung von Entscheidungen. Je desolater die Wirtschaftslage, desto irrelevanter werden jedoch diese zentralen Beschlüsse oder Zielvorgaben. **So benötigt die Euro-Zone mittelfristig ein gewisses Grundwachstum, um ein ausreichendes gesellschaftliches Wohlbefinden sicherzustellen, so dass die Befugnis von Brüssel (oder Bereitschaft in Frankfurt) nicht in Frage gestellt wird.** Denn die Euro-Zone ist trotz aller Verträge „nur“ eine Ansammlung von souveränen Staaten, deren demokratische Legitimation bei der Bevölkerung der einzelnen Länder liegt. **Jüngste Indikatoren geben zwar erste Hoffnung auf eine konjunkturelle Stabilisierung, allerdings muss sich das Bild erst über die nächsten Monate festigen, bevor sich das Risiko für die Euro-Zone durch die angestrebten Konsolidierungsziele Spaniens relativiert.**

Fazit: Aktuell engen sich die spanischen Risikoprämien weiter ein. Die EZB-Ankündigung, wenn nötig uneingeschränkt Staatsanleihen aufzukaufen, scheint immer noch effektiv zu sein. Doch die fundamentale Gefahr steigender gesellschaftlicher Unzufriedenheit und damit schwindender gesellschaftlicher Unterstüt-

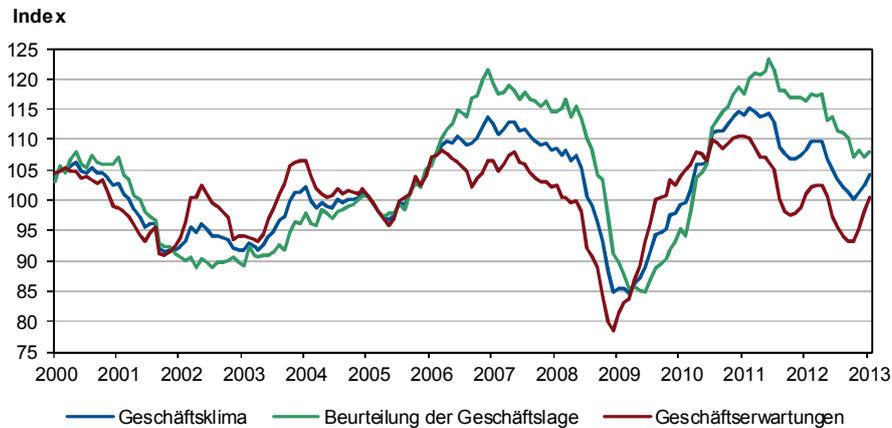
zung für den Euro hat sich nicht verbessert. Gemessen an der Größe des spanischen Primärdefizits, den Zielen aus Brüssel und der aktuellen Wirtschaftslage bleibt Spanien ein Risikofaktor für die Euro-Zone. Doch nicht eine steigende Schuldenquote oder ein hohes Defizit sind am Ende für die Glaubwürdigkeit entscheidend, sondern die gesellschaftliche Unterstützung und damit der spanische Wachstumsausblick. **Daher dürften die Märkte nur unter einer deutlichen Anhäufung von sozialem Druck vermehrt Zweifel an der Fähigkeit der EZB haben, die Mitgliedschaft Spaniens und somit den Erhalt der Euro-Zone sicherzustellen.** Dies mag aktuell noch eine untergeordnete Besorgnis sein. Allerdings muss sich das spanische Konjunkturbild in 2013 weiter stabilisieren, damit dies so bleibt und die Katalanen nicht noch mehr Grund für die angestrebte Unabhängigkeit haben.

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

Ifo-Index und deutsche Konjunkturbild 2013

Die Wirtschaftsdaten in dieser Woche haben das Bild bestätigt: Die Euro-Zone stabilisiert sich und die Weltwirtschaft, insbesondere China, gewinnt an Fahrt. In diesem Kontext ist es dann auch nicht verwunderlich, wenn deutsche Konjunkturindikatoren überzeugen. Dies war bereits gestern mit dem Einkaufsmanagerindex (PMI) der Fall, der deutlich besser ausfiel als erwartet. Und auch das Ifo-Geschäftsklima hat die positive Stimmung weiter steigern können: Nicht nur die Erwartungen der Unternehmen sind spürbar angestiegen (von 98,0 auf 100,5 Punkte), sondern auch die Einschätzung der aktuellen Lage (107,1 auf 108,0 Punkte). Die Erholung ist angekommen, da sich sowohl die Stimmung der Unternehmen als auch die Realwirtschaft deutlich verbessert haben.

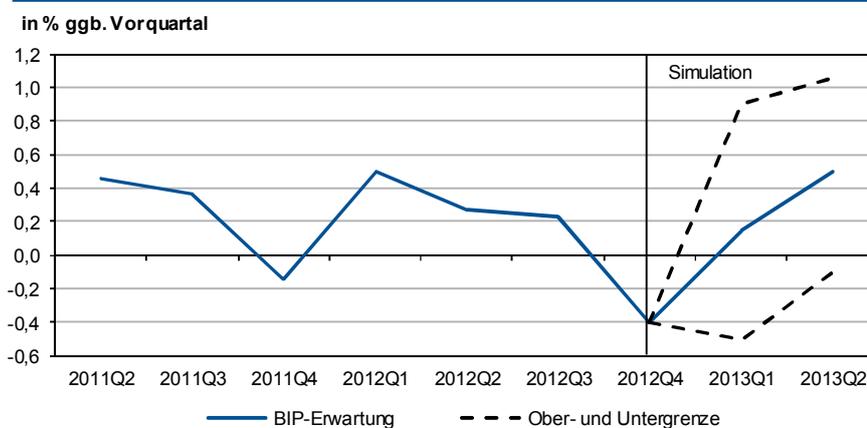
Abb. 1: Ifo-Geschäftsklima Deutschland - gewerbliche Wirtschaft



Quelle: ifo

Der Ifo-Index vom Januar gibt ein erstes Bild über den möglichen BIP-Wachstumsverlauf im zweiten Quartal 2013. Abbildung 2 zeigt die erwartete Wachstumsspanne für das deutsche BIP, basierend auf dem Ifo-Index. Ist die Wahrscheinlichkeit für Wachstum im ersten Quartal 2013 noch relativ ausgeglichen, steigt sie im zweiten Quartal deutlich an. Sprich: Das Ifo-Geschäftsklima vom Januar ist ein erstes Indiz dafür, dass das deutsche BIP-Wachstum im zweiten Quartal deutlich zulegen wird. Steigt der Ifo-Index in den nächsten Monaten weiter an, ist ein Quartalswachstum sogar von über 0,5 % im zweiten Quartal zu erwarten.

Abb. 2: Wachstumsspanne für das deutsche BIP, basierend auf dem Ifo-Index



Quelle: IKB

Fazit: Der Ifo-Index für Januar deutet für Deutschland auf eine nennenswerte Wachstumsbeschleunigung im zweiten Quartal 2013 hin. So ist aktuell von einem Wachstum von mindestens 0,5 % in Q2 auszugehen, was die Erwartung eines BIP-Wachstums für 2013 von um die 1 % bestätigt.

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

IKB-Produktidee

Zinssicherungs-idee: CiS – Cap into Swap

- Das Zinsniveau ist weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau; die letzten Wochen war jedoch ein deutliche Versteilerung der Zinskurve zu beobachten
- Dies führt zu relativ hohen „Cost of Carry“; ein 5J-Payer Swap gegen den 3M-EURIBOR hat einen Swapsatz von rund 1,00%, wohingegen der 3M-EURIBOR bei 0,226% quotiert (die negative Carry beträgt somit über 77 bps)
- Aus diesem Grund zögern viele Investoren zur Zeit, Zinssicherungsgeschäfte abzuschließen, obwohl sie generell gewillt sind, Risiken zu sichern
- Ein möglicher Ausweg aus diesem Dilemma könnte unsere CiS-Strategie sein (am Beispiel einer fünfjährigen Laufzeit):
 - Die Gesamtlaufzeit des Produkts wird in zwei Perioden mit zwei und drei Jahren Laufzeit gesplittet
 - Während der ersten Periode zahlt der Investor den 3M-EURIBOR, jedoch maximal 1,00%; hierdurch wird einerseits die beschriebene negative Carry vermieden, andererseits bietet das Produkt dennoch eine Zinssicherung auf dem heutigen Niveau eines 5J-Swaps
 - In zwei Jahren startet dann eine dreijährige Periode, in der der Investor einen Zinssatz von 1,45% p.a. zahlt; dieser Satz liegt nur 4 bps oberhalb eines in zwei Jahren für drei Jahre startenden Swaps
- Das Produkt bietet somit für zwei Jahre eine Absicherung auf Höhe des heutigen 5J-Swapsatzes bei gleichzeitiger Vermeidung negativer Carry-Effekte und der Chance auf Partizipation an weiterhin niedrigen Zinsen
- In zwei Jahren zahlt der Investor für drei Jahre einen garantierten Zinssatz der nur 4 bps oberhalb des äquivalenten Forward Swaps liegt



Quelle: Bloomberg; IKB

Chancen / Vorteile	Risiken / Nachteile
<ul style="list-style-type: none"> ✓ variabler Zinssatz in der ersten Periode und damit Vermeidung negativer Carry ✓ trotzdem in den ersten zwei Jahren Zinssicherung bei 1,00% und somit auf Höhe des heutigen 5J-Swapsatzes ✓ garantierter Zinssatz für die zweite Periode 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ in der zweiten Periode höhere Zinsen im Vergleich zu heutigem 5J-Swapsatz ✗ bei nachteiligem Zinsverlauf höherer Gesamtzinsaufwand im Vergleich zu heutigem 5J-Swap möglich

Vermeidung negativer Carry-Effekte bei gleichzeitiger Zinssicherung

Indikative Konditionen

Counterparty A	IKB Deutsche Industriebank AG
Counterparty B	Kunde
Nominalbetrag	EUR 10.000.000
Laufzeit	5 Jahre
Counterparty A zahlt	3M-EURIBOR
Counterparty B zahlt	Jahr 1 - Jahr 2: 3M-EURIBOR; max. 1,00% Jahr 3 - Jahr 5: 1,45% p.a.
Zinskonvention	beide Seiten quarterly, Act/360
Fixing	Fixing des 3M-EURIBORs jeweils 2 Tage Bankarbeitstage vor Start der jeweiligen Zinsperiode (in advance)

Sven Krukenberg, Sven.Krukenberg@ikb.de
 Christof Schlenk, Christof.Schlenk@ikb.de

Disclaimer

Diese Veröffentlichung wurde ausschließlich für Ihren persönlichen Gebrauch erstellt. Die Inhalte, insbesondere auch Produktinformationen sowie Ausarbeitungen/Veröffentlichungen oder Einschätzungen zu Märkten, dienen ausschließlich zu Informationszwecken. Jede Form der Ermöglichung der Kenntnisnahme, Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe des Inhalts an nicht vorgesehene Adressaten ist unzulässig. Diese Veröffentlichung ist ausschließlich für Kunden und Geschäftspartner der IKB Deutsche Industriebank AG (nachfolgend „IKB AG“) mit Sitz bzw. Wohnort in Deutschland bestimmt und bezieht sich ausschließlich auf den Zeitpunkt ihrer Erstellung.

Alle veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung und Beratung noch eine Aufforderung oder Einladung zum Kauf oder Verkauf oder Tätigen eines bestimmten Geschäftes dar, insbesondere nicht zur Zeichnung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten. Die Studie wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information und sind als alleinige Basis einer Anlageentscheidung nicht geeignet. Meinungsäußerungen sind für die einzelnen Investoren möglicherweise nicht anleger- oder objektgerecht. Interessenten wird empfohlen, sich insbesondere über die rechtlichen, steuerlichen und bilanziellen Implikationen der in dieser Veröffentlichung benannten Produkte durch von ihnen beauftragte Fachleute beraten zu lassen.

Die Informationen in dieser Veröffentlichung basieren auf Quellen, die die IKB AG für zuverlässig erachtet. Die Richtigkeit der Daten, die aufgrund veröffentlichter Informationen in diesem Dokument enthalten sind, wird vorausgesetzt, wurde aber nicht unabhängig überprüft. Für die Vollständigkeit, die Zuverlässigkeit, die Richtigkeit und die Genauigkeit des Materials in dieser Veröffentlichung, wie aller sonstigen Informationen, die dem Empfänger im Zusammenhang mit diesem Dokument schriftlich, mündlich oder in sonstiger Weise übermittelt oder zugänglich gemacht werden, übernimmt IKB AG keine Gewähr. Änderungen zu den Informationen und Meinungsäußerungen bleiben jederzeit und ohne vorherige Ankündigung vorbehalten. Haftungsansprüche aus der Nutzung der in der Veröffentlichung enthaltenen Informationen sind ausgeschlossen, insbesondere für Verluste einschließlich Folgeschäden, die sich aus der Verwendung dieser Veröffentlichung beziehungsweise des Inhalts ergeben. Genannte Konditionen sind als unverbindliche Indikatoren zu verstehen. Für einen eventuellen Abschluss gelten ausschließlich die aktuellen Konditionen, die vom Marktgeschehen zum Abschlusszeitpunkt abhängen.

Das vorstehende Dokument oder Teile daraus dürfen ohne Erlaubnis von IKB Deutsche Industriebank AG weder reproduziert noch weitergegeben werden.

IKB Deutsche Industriebank AG • Wilhelm-Bötckes-Straße 1 • 40474 Düsseldorf • Telefon: +49 211 8221-4492

(Stand: 14. Februar 2013)

Daten auf einen Blick (08. Februar 2013)

Gesamtwirtschaft					
	Mrd. €	Reale Veränderung in % zum Vorjahr (saison- und kalenderbereinigt)			
	2012	2011	2012	2013p	2014p
BIP	2645,0	3,1	0,9	0,8	2,4
Privater Verbrauch	1523,4	1,7	0,6	0,9	1,2
Staatsverbrauch	513,4	1,0	1,1	1,1	0,8
Ausrüstungsinvestitionen	175,8	7,4	-4,7	-5,2	3,8
Bauinvestitionen	261,3	6,1	-0,1	2,4	1,6
Exporte	1368,1	8,1	4,8	4,0	5,8
Importe	1216,2	7,6	2,8	3,8	5,3
Verbraucherpreise		2,0	1,9	2,2	2,2
Frühindikatoren					
Index* 2005 = 100	2012	Veränd. in % zum Vorjahr	Nov 12	Dez 12	Jan 13
ifo-Geschäftsklima	105,0	-5,7	101,5	102,4	104,2
	2012	Veränd. in % zum Vorjahr	Okt 12	Nov 12	Dez 12
Auftragseingänge**	109,5	-3,9	110,4	108,4	109,3
Produktion und Handel**					
Index* 2005 = 100	2012	Veränd. in % zum Vorjahr	Okt 12	Nov 12	Dez 12
Verarbeitendes Gewerbe	112,9	-0,8	110,2	110,2	111,5
Bauhauptgewerbe	121,5	-1,3	123,0	124,6	113,5
Einzelhandel (ohne Kfz)	97,8	-0,6	96,8	97,4	95,7
Außenhandel nominal***					
	2012	Veränd. in % zum Vorjahr	Okt 12	Nov 12	Dez 12
Warenexporte Mrd. €	1097,3	3,4	98,4	94,0	79,0
Warenimporte Mrd. €	909,2	0,7	82,7	77,1	67,0
Arbeitsmarkt**					
	2012	Veränd. in % zum Vorjahr	Nov 12	Dez 12	Jan 13
Erwerbstätige in Mio.	41,560	1,1	41,629	41,651	-
Arbeitslose in Mio.	2,897	-2,6	2,934	2,932	2,916
Arbeitslosenquote in %	6,8		6,9	6,9	6,8
Wechselkurse					
	13.02.2013	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
1 € = ... US-\$	1,35	1,32	1,33	1,35	1,37
1 € = ... SFR	1,23	1,22	1,22	1,23	1,24
Zinsen Basisszenario					
3-Monats-Euribor	0,23	0,30	0,40	0,50	0,60
USD 3-Monats-Libor	0,29	0,40	0,40	0,40	0,40
10-jährige US-Staatsanleihen	2,03	1,90	2,10	2,30	2,50
10-jährige Bund	1,67	1,60	1,80	2,00	2,20
Zinsen anhaltendes Schwächeszenario					
3-Monats-Euribor	0,23	0,20	0,20	0,20	0,20
USD 3-Monats-Libor	0,29	0,30	0,30	0,30	0,30
10-jährige US-Staatsanleihen	2,03	1,60	1,60	1,70	1,90
10-jährige Bund	1,67	1,30	1,30	1,40	1,50

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

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