

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

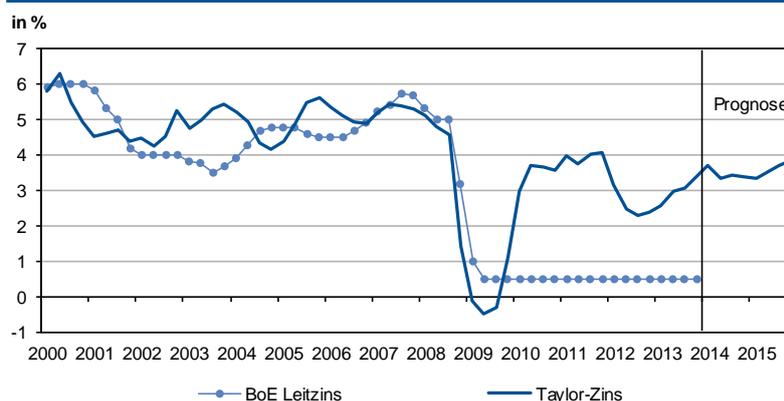
Eine Anwendung der Taylor-Regel für die Fed hat gezeigt, dass diese akuten Handlungsbedarf hat, ihr Aufkaufprogramm entscheidend zurückzufahren ([siehe IKB Kapitalmarkt-News vom 15. Januar 2014](#)). Für die Euro-Zone deutet die Anwendung der Taylor-Regel hingegen daraufhin, dass bei der EZB aktuell noch kein Handlungsdruck besteht ([siehe IKB Kapitalmarkt-News vom 21. Januar 2014](#)). Doch mit der erwarteten konjunkturellen Erholung und dem damit verbundenen Anstieg des Kreditwachstums steigt nicht nur für die Fed, sondern auch für die EZB die Wahrscheinlichkeit einer Zinsänderung im Jahr 2015. Deswegen geht die IKB weiter davon aus, dass sich für 2015 eine Leitzinswende in den USA und der Euro-Zone abzeichnet, auch wenn dies für die EZB erst gegen Ende 2015 der Fall sein dürfte.

Nach Fed und EZB liegt nun der Fokus der Analyse auf der britischen Notenbank Bank of England (BoE). Jüngste britische Arbeitsmarktzahlen konnten sehr stark überzeugen: Die Arbeitslosenquote ist im November auf 7,1 % gesunken und liegt damit nur noch knapp über der 7 %-Zielmarke, die die BoE sich selbst gesetzt hat. Allerdings hat die BoE bereits betont, dass eine Quote unterhalb des Niveaus nicht automatisch zur Leitzinsanhebung führt; denn die jährliche Inflationsrate entspricht im Dezember 2013 mit 2 % dem langfristigen Inflationsziel. Eine frühe Leitzinsanhebung der BoE würde zudem das britische Pfund weiter aufwerten lassen und den deflationären Druck auf die Wirtschaft erhöhen. Letztendlich scheint es an der Fed zu liegen, die Zinswende einzuleiten, um damit den anderen wichtigen Notenbanken den Spielraum zu geben, selbst eine nachhaltige geldpolitische Wende durchzuführen, ohne dass deutliche Wechselkurskorrekturen deflationäre Risiken erhöhen.

Doch zuerst ein paar Gedanken zur britischen Wirtschaft. Das britische BIP konnte bislang in jedem Quartal von 2013 positiv überraschen. Im dritten Quartal 2013 lag das BIP-Wachstum auf Jahresbasis bei über 3 %, und für 2013 wird nun von einem Anstieg der Wirtschaftsleistung um bis zu 1,9 % ausgegangen. Treiber für diese Erholung sind primär in der Binnennachfrage zu finden. Die Bruttoanlageinvestitionen zeigen in 2013 eine beständige Wachstumsbeschleunigung, allerdings haben zunehmende Lagerbestände einen bedeutenden Beitrag zum hohen Wachstum im dritten Quartal geleistet. Ob dies nachhaltig ist, bleibt abzuwarten. Das Exportwachstum bleibt volatil und lässt bis dato keine tendenzielle Beschleunigung erkennen. Der private Konsum hingegen wächst nun schon seit 8 Quartalen stetig. Eine Fortsetzung dieser Entwicklungen würde 2014/15 ein Wirtschaftswachstum von über 2 % erwarten lassen.

Wie groß ist der Handlungsbedarf der BoE in 2014/15, wenn sie zu einer normalisierenden und mit ihrer Vorkrisenpolitik im Einklang stehenden Geldpolitik übergehen möchte? Die Taylor-Regel für die britische Notenbank, geschätzt für die Vorkrisenzeit, deutet auf eine Gewichtung von 60 % auf Inflation und von 40 % auf Wachstum hin. Der langfristige neutrale reale Zinssatz wurde allerdings wie für Fed und EZB in der Nachkrisenperiode auf 1 % herabgesetzt. Diese Anpassung spiegelt die Tendenz einer wachstumsunterstützenden Geldpolitik wider, ohne das Inflationsziel zu vernachlässigen und steht dennoch im Einklang mit einer Vorkrisenpolitik der langfristigen Zinsstabilität. Zusammen mit einem Inflationsziel von 2 % würde dies allerdings bedeuten, dass der langfristige Leitzinssatz der BoE bei 3 % liegt. Abbildung 1 veranschaulicht den historischen wie auch den für 2014/15 zu erwartenden Taylor-Zinssatz. Die Prognose basiert auf einer Wachstumsannahme von ca. 2,5 % für 2014 und 2015. Die zugrunde liegende Inflationsprognose beträgt für beide Jahre rund 2 %. Diese Annahmen entsprechen den allgemeinen aktuellen Markteinschätzungen.

Abb. 1: Leitzins der BoE und geschätzter Taylor-Zins



Quellen: BoE; IKB

Abbildung 1 zeigt, dass das Aufkaufprogramm nach der Finanzkrise sehr wohl notwendig war, um einem negativen Taylor-Zinssatz gerecht zu werden. Allerdings deutet die Abbildung auch darauf hin, dass für die BoE bereits länger Handlungsbedarf besteht. Selbst in 2012, als die Wirtschaft stagnierte, befand sich der eigentliche Leitzins deutlich unter dem Taylor-Zinssatz. Ursache hierfür sind der langfristige Anker des Realzinses von 1 % und die höhere Inflation der letzten Jahre (4,5 % in 2011, 2,8 % und 2,6 % in 2012/13), die den notwendigen Zinssatz nach oben schoben. Auch mit einer Veränderung der Gewichtung (60% auf Wachstum und 40% auf Inflation) ändert sich das Grundbild nicht. Ende 2015 wäre der Taylor-Zinssatz bei seinem durchschnittlichen Niveau seit 2010. Zwar ist die allgemeine Erwartung, dass die britische Wirtschaft schneller wächst, gleichzeitig sollte aber die Inflation von einem Wert von 2,6% in 2013 auf um die 2% fallen – so zumindest die aktuelle allgemeine Einschätzung. Damit steigt der Handlungsdruck auf die BoE angesichts der erwarteten Konjunktur- und Inflationsentwicklung nicht weiter an.

Warum hat die BoE noch nicht die Zinsen angehoben? Zum einen mag es an der fraglichen Tragfähigkeit der Erholung liegen. Wie oben erwähnt, hatten im dritten Quartal vor allem die Lagerbestände einen wichtigen Beitrag für das Wachstum geliefert. Weitere Gründe sind das durch die Binnennachfrage getriebene Wachstum und die Tatsache, dass in Großbritannien so gut wie alle Immobilienkredite variabel verzinst sind. Eine Leitzinsanhebung hat somit einen hohen Einfluss auf das diskretionäre Einkommen der britischen Haushalte und damit auf den privaten Konsum. Gleiches gilt für die Häuserpreise. Die BoE möchte nach Möglichkeit zudem nicht vor der Fed ihre Zinsen anheben. Denn dies würde das Pfund aufwerten lassen und einen deflationären Druck erzeugen, der angesichts der aktuellen Inflationsprognosen zur Unterschreitung des Inflationsziels führen würde. In diesem Zusammenhang ist auch zu erwähnen, dass der Leitzins der BoE mit 0,5 % deutlich über der Richtlinie der Fed oder dem Leitzins der EZB liegt.

Generell scheint Abbildung 1 anzudeuten, dass sich die BoE von ihrer Vorkrisenpolitik verabschiedet hat. Dies gilt selbst dann, wenn man einen niedrigeren neutralen Zinssatz annimmt. Hält die BoE an diesem neuen Kurs fest, ergibt sich kein höherer Handlungsbedarf im Verlauf von 2014, auch weil die Inflation konsistent zum Inflationsziel verlaufen sollte. So erwartet die IKB eine Leitzinswende der BoE Anfang 2015, die damit im Einklang mit der Fed-Politik steht. Die Einschätzung mancher Marktteilnehmer, dass die BoE bereits einen Handlungsbedarf in 2014 hat, ist nur teilweise nachvollziehbar: Zwar besteht der Handlungsbedarf bereits länger, aber er wird sich über 2014/15 gemäß Abbildung 1 nicht nennenswert weiter erhöhen. Erst unter Annahme einer Beibehaltung der Vorkrisen-Geldpolitik wäre ein erhöhter Handlungsbedarf der BoE in 2014 abzuleiten.

Fazit: Aktuelle Konjunkturerwartungen für die USA und Großbritannien deuten auf zunehmenden Handlungsbedarf der Notenbanken hin, eine geldpolitische Wende spätestens in 2015 einzuleiten. Der größte Handlungsdruck besteht weiterhin bei der Fed, die ihr Aufkaufprogramm zügig zurückfahren müsste, um eine konsistente und stabilisierende Geldpolitik zu betreiben. Für die EZB sollte sich der Handlungsdruck erst im Lauf des Jahres 2015 erhöhen – vorausgesetzt, die erwartete Konjunkturbelebung für die Eurozone bestätigt sich. Für die britische Notenbank signalisiert die Taylor-Regel zwar schon seit geraumer Zeit die Notwendigkeit einer Leitzinsanhebung; allerdings wird sich der Handlungsdruck in den Jahren 2014 und 2015 trotz guter Konjunkturdaten nicht weiter erhöhen. Denn auch wenn die britische Wirtschaft in 2014 und 2015 deutlich über 2 % wachsen sollte, die Inflationserwartung liegt stabil bei ca. 2 %. Entscheidend bleibt das Timing der Fed. Denn nur mit einer zinserhöhenden Fed-Politik wäre unseres Erachtens nach der Raum für andere Notenbanken wie die BoE geschaffen, sich von ihrer Niedrigzinspolitik deutlich zu verabschieden.

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 ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen 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 (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen 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.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage 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 8221-4118

23. Januar 2014

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Hans Jörg Schüttler

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg, Dr. Michael H. Wiedmann