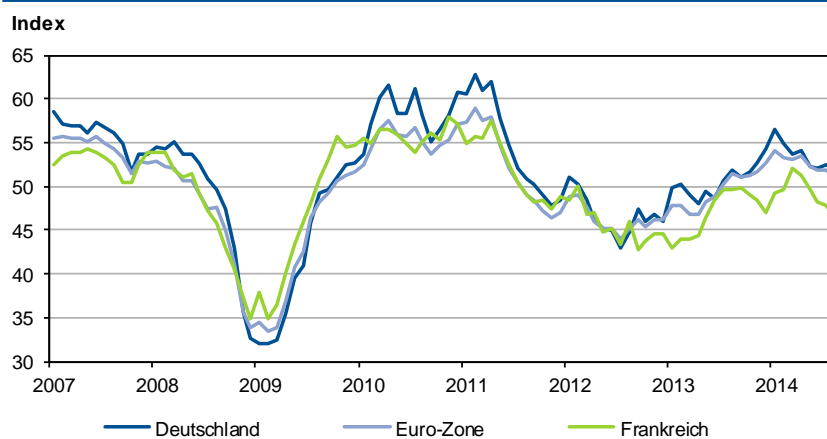


Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Die Konjunktur in der Euro-Zone scheint sich weiter einzutrüben. Der jüngste Einkaufsmanagerindex (PMI) ist von 53,8 auf 52,8 Punkte gesunken. Noch hält er sich über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten, was immer noch andeutet, dass die Unternehmen mehrheitlich eine positive Erwartung haben. Allerdings signalisiert der seit Anfang 2014 eingeleitete Trend des PMI zusammen mit den anhaltenden geopolitischen Entwicklungen, dass der Index vielleicht bereits im nächsten Monat unter die 50 Punkte-Marke fallen könnte. Aktuell stützen noch Umfragewerte aus dem Dienstleistungssektor den Index, die im Fall Deutschlands und Frankreichs sogar angestiegen sind. Doch das produzierende Gewerbe ist der bessere Indikator für die weitere konjunkturelle Entwicklung. Hier steht der Index für die Euro-Zone nur noch bei 50,8 Punkten.

Abb. 1: Einkaufsmanagerindex (PMI) für das Verarbeitende Gewerbe



Quelle: Bloomberg

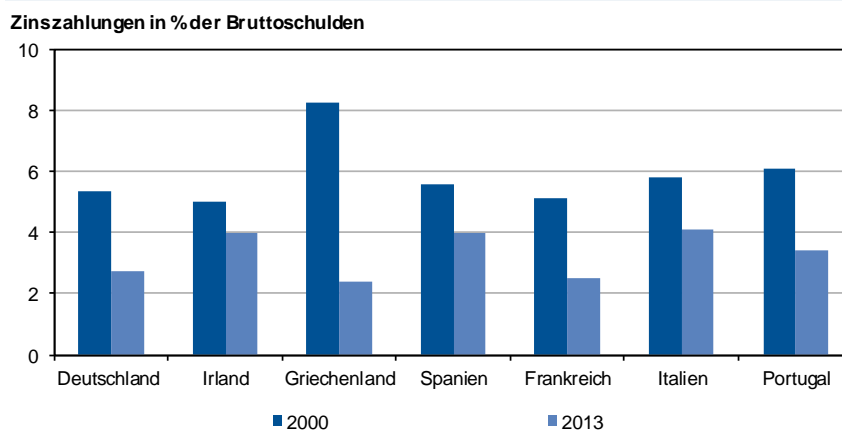
Die jüngsten PMI-Zahlen sollten für keine grundsätzliche Überraschung gesorgt haben. Es kann zwar von einer Stabilisierung der Euro-Zone ausgegangen werden, von einer kontinuierlichen Erholung allerdings nicht. Auch die EZB wird deshalb ihre BIP-Prognosen voraussichtlich anpassen müssen (Juni 2014: 1,0 % in 2014 und 1,7 % in 2015). Die jüngsten Zahlen sollten daher nicht auf die leichte Schulter genommen werden. Europa braucht eine nachhaltige Konjunkturerholung, um auf Sicht die Arbeitslosenquoten soweit reduzieren zu können, dass innenpolitische Herausforderungen das Verhältnis der Staaten zueinander und zur EU nicht belasten. So sind Krisenherde wie insbesondere die Ukraine mit Sorge zu betrachten. Denn die Euro-Zone hat relativ wenig zu bieten, um Konjunkturrisiken oder Schocks abzufedern: Die EZB hat die Effektivität ihrer Zinspolitik größtenteils ausgereizt, und ein Aufkaufprogramm wird nur begrenzten Einfluss haben, da der Bankensektor immer noch die primäre Finanzierungsquelle für Unternehmen in der Euro-Zone darstellt.

Doch noch mehr Liquidität für Banken bereitzustellen und ein Zinsniveau von 0 % für einen noch längeren Zeitraum scheinen kein effektives Mittel zu sein, um der aufkommenden Unsicherheit der Unternehmen zu begegnen und somit die Kreditnachfrage anzukurbeln. Investitionen werden wesentlich durch Vertrauen und steigende Nachfrage getrieben und nicht durch marginale Zinsänderungen. Will die Notenbank den Einfluss ihrer Geldpolitik sicherstellen, ist zunächst eine steigende Nachfrage erforderlich, die die Grundlage für positive Investitionsentscheidungen legt und somit die Relevanz von Zinsen erhöht. Somit liegt der Ball eindeutig im Spielfeld der Fiskalpolitik.

Doch die Fiskalpolitik hat sich selbst durch die Konsolidierungspolitik in eine Zwangsjacke gesteckt, obwohl diese in der Vergangenheit des Öfteren wieder ausgezogen wurde. Dennoch ist keinesfalls sicher, dass mit einem erneuten konjunkturellen Einbruch aufgrund geopolitischer Schocks eine breit angelegte keynesianische fiskalpolitische Konjunkturmaßnahme eingeleitet wird. Dies ist zu bedauern. Denn die Fiskalpolitik ist weitaus besser geeignet, kurzfristige Stabilisierungsmaßnahmen einzuleiten, als die Geldpolitik – insbesondere in einem Umfeld rückläufiger Kreditvergabe und bei einem Zinsniveau von ca. 0 %.

In diesem Zusammenhang wird immer wieder erwähnt, dass der Einfluss der Fiskalpolitik mittelfristig deutlich niedriger ist, als kurzfristige Erfolge andeuten würden, da der Staat durch steigende Zinsen, die mit einer höheren Verschuldung einhergehen, den Privatsektor belastet und somit einen Verdrängungseffekt verursacht (Crowding Out). Dies ist zwar theoretisch richtig, für die aktuelle Realität jedoch bedeutungslos. Notenbanken haben durch ihre Aufkaufprogramme die Nachfrage nach Staatsanleihen angehoben, die Zinsen dadurch gesenkt und somit jegliche Verdrängungseffekte verhindert. Dank Fed, BoE, Japanischer Notenbank und EZB (Liquiditätsbereitstellung für Banken) gibt es auf den Kapitalmärkten Liquidität im Überfluss. Somit kann eine stimulierende Fiskalpolitik kurz- wie auch mittelfristig bedeutende Stabilisierungseffekte haben, die nicht von steigenden Zinsen verwässert werden. Zudem sichern die niedrigen Zinsen, dass selbst bei steigender Schuldenquote die Zinslast bzw. die Schuldentragfähigkeit gegeben ist. Deswegen sind angesichts der neuen Rolle der Notenbanken die Argumente gegen kurzfristige Stabilisierungsmaßnahmen zu vernachlässigen, bzw. der Multiplikatoreffekt fiskalischer Maßnahmen fällt größer aus. Die Notenbanken scheinen somit immer noch einen bedeutenden Einfluss zu haben – aber nur indirekt und dank der Fiskalpolitik.

Abb. 2: Effektive Zinsen des Staates - ausgewählte Euro-Länder



Quellen: Eurostat; IKB-Schätzungen

Welche Optionen bleiben der Euro-Zone? Eine Größe, die noch nicht adressiert wurde, ist der Euro. Eine deutliche Abwertung kann kurzfristige Impulse senden – für steigende Preise wie auch eine erhöhte Nachfrage nach heimischen Handelsgütern. Großbritannien wie auch Japan haben bereits versucht, sich eine schwache Währung zunutze zu machen. Doch um eine Euro-Abwertung sicherzustellen, muss die EZB die Geldmenge deutlich erhöhen und die Märkte über ein direktes Aufkaufprogramm mit Liquidität fluten. Sollten die geopolitischen Risiken globale konjunkturelle Implikationen haben, wäre es allerdings mit der Effektivität solch einer Politik vorbei, da alle wichtigen Notenbanken die Schleusen öffnen würden. Kurzfristig bleibt allerdings eine Euro-Abwertung nach Meinung der IKB weiterhin notwendig, um Risiken entgegenzusteuern und die Nachfrage kurzfristig anzukurbeln – damit die Reformfrüchte mehr und mehr zum Vorschein kommen ([siehe IKB Kapitalmarkt-News vom 13. August 2014](#)). So erachtet die IKB ein Aufkaufprogramm weiterhin als notwendig, wenn dies gezielt zur Abwertung des Euro eingeführt wird; insbesondere wenn die Fed weiterhin zögerlich agiert. Für das kurzfristige Gegensteuern von Konjunkturschocks bleibt allerdings die Fiskalpolitik entscheidend.

Fazit: Die geopolitischen Risiken, die sich aus verschiedenen Krisenherden ergeben, sind beim konjunkturellen Ausblick für die Euro-Zone nicht zu unterschätzen. Zwar zeigen Konjunkturdaten wie der heutige Einkaufsmanagerindex nur erste Warnsignale für die erwartete Erholung in der Euro-Zone. Allerdings sind Geld- wie Fiskalpolitik in ihrem Handlungsspielraum deutlich eingeengt, sodass potenzielle Konjunkturschocks, wie sie zum Beispiel aus dem Ukraine-Konflikt resultieren könnten, für die Euro-Zone ein erhöhtes Risiko darstellen. Eine Euro-Abwertung sollte zwar entgegensteuern. Bei einer deutlichen konjunkturellen Abkühlung müssten allerdings auch fiskalische Maßnahmen ergriffen werden – auch weil die EZB durch niedrige Zinsen ausreichend Raum für eine effektive Fiskalpolitik sicherstellt. Es hängt nur von der Politik ab, im Angesicht steigender Risiken ihre Prinzipien bzw. Paradigmen zu ändern. Die Vergangenheit und vorherige Krisen haben gezeigt, dass die europäische Politik kein Neuland betreten würde. Angesichts all der möglichen Entwicklungen und Unsicherheiten bleibt allerdings relativ gewiss: Die Kurzfristzinsen werden noch für eine lange Zeit beim aktuellen Niveau verweilen.

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

21. August 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