

Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

Volkswirtschaft und Research IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Klaus Bauknecht
Chefvolkswirt
+49 211 8221 4118
Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

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

Ralf Heidrich
Ralf.Heidrich@ikb.de

Daniel Schönekeas
Daniel.Schoenekaes@ikb.de

Eugenia Wiebe
Eugenia.Wiebe@ikb.de

Deutsche Konjunktur: Wirtschaft ist 2017 kräftig gewachsen und bleibt 2018 auf Kurs **2**

Sich belebende Weltwirtschaft brachte Impulse • Privater Verbrauch blieb wichtige Stütze • Unternehmensstimmung nach wie vor auf Rekordniveau • Aktuell keine Anzeichen für konjunkturelle Eintrübung • Deutsche Wirtschaft sollte Expansionstempo beibehalten

Kapitalmärkte: Starker Euro-Kurs forciert zögerliches Verhalten der EZB, doch die US-Konjunktur und die Fed sollten den US-Dollar zur Aufwertung bewegen **4**

US-Aussagen zum Vorteil eines schwachen US-Dollar sorgen für Wirbel • EZB reagiert sensibel auf Euro-Stärke • Doch angesichts solider US-Konjunktur ist mit keiner nachhaltigen US-Dollar-Schwäche zu rechnen • EZB bleibt bei ihrer unterstützenden Geldpolitik • Auch um der Fiskalpolitik Handlungsmöglichkeiten im nächsten konjunkturellen Abschwung zu geben

Euro-Zone: Ist die Konjunktur stabil genug für eine geldpolitische Wende? **6**

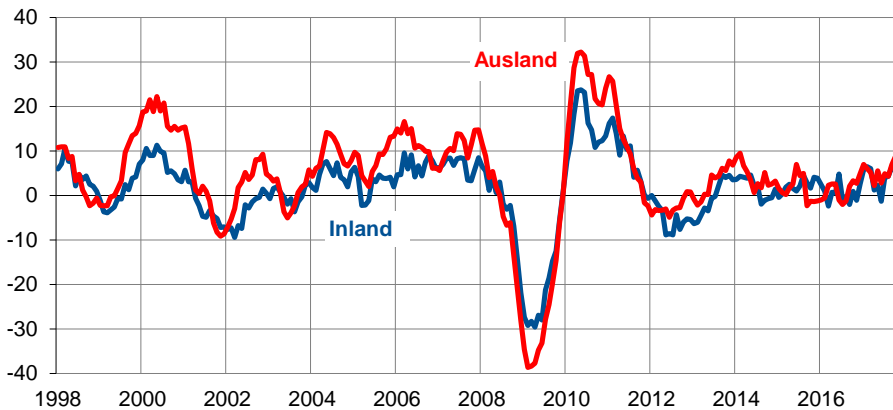
Aktuelle gute Konjunkturlage reicht der EZB nicht als Argument für eine schnelle geldpolitische Wende • Hohe Schuldenquote der Staaten benötigen weiterhin niedrige Zinsen • Inflationsraten sollten anziehen und geldpolitische Wende einleiten • Weitere Schritte der EZB hängen dann vom Konjunkturverlauf ab

Zinsmärkte: Was signalisieren die aktuellen Korrekturen am langen Ende der Zinskurven? **9**

Zinskurven haben nur begrenzte Aussagekraft als Frühindikator für die Konjunktur • Aktuelle Zinskorrekturen lassen wenig Rückschlüsse auf den zukünftigen Konjunkturverlauf zu • Vielmehr scheinen sich Langfristzinsen der guten Wirtschaftslage anzupassen • Aufgrund der aktuellen Wachstums-, Inflations- und Zinsaussichten sollte der Anstieg der Langfristzinsen nicht überraschen

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat



IKB-Prognose 2018

Reale Veränderung in %,
saison- und kalenderbereinigt

Deutsche Wirtschaft

| | |
|--------------------------|-----|
| BIP | 2,3 |
| Privater Konsum | 1,8 |
| Staatskonsum | 1,2 |
| Ausrüstungsinvestitionen | 5,2 |
| Exporte | 4,5 |
| Importe | 4,9 |

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

Deutsche Konjunktur: Wirtschaft ist 2017 kräftig gewachsen ...

Den vorläufigen Berechnungen des Statistischen Bundesamtes zufolge erhöhte sich das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Jahr 2017 um 2,2 % (kalenderbereinigt 2,5 %). Damit hat sich die gesamtwirtschaftliche Expansion nach dem bereits recht kräftigen Wachstum von 1,9 % im Vorjahr nochmal deutlich verstärkt. Ausschlaggebend dafür war vor allem eine merkliche Belebung der Weltkonjunktur, die die Exporttätigkeit deutscher Industrieunternehmen auf breiter Basis florieren ließ. In der Folge stieg die Auslastung der industriellen Kapazitäten erheblich und die Unternehmen investierten verstärkt in neue Ausrüstungen. Für zusätzliche Konjunkturimpulse sorgten vor allem in der ersten Jahreshälfte die Bauinvestitionen. Allerdings stieß das Baugewerbe im weiteren Jahresverlauf wohl zunehmend an Kapazitätsgrenzen. Nicht zuletzt blieb der private Verbrauch angesichts der vorteilhaften Beschäftigungs- und Einkommensaussichten auch im Jahr 2017 ein wichtiger Pfeiler des starken und breit angelegten konjunkturellen Aufschwungs.

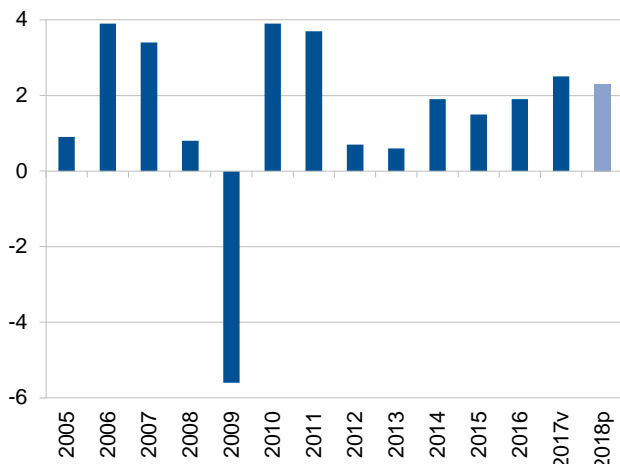
Die deutsche Wirtschaft expandiert weiter mit ausgesprochen hohem konjunkturellen Grundtempo. Im Vergleich zu den Sommermonaten könnte die Zuwachsrate im letzten Viertel des vergangenen Jahres allerdings leicht niedriger ausgefallen sein, wobei die im Oktober durch zwei Brückentage vorübergehend gedämpfte wirtschaftliche Aktivität eine Rolle spielt. Der in der Grundtendenz starke und breit abgestützte konjunkturelle Aufschwung in Deutschland wird dadurch nicht beeinträchtigt. Die Auftragslage in der Industrie und das Arbeitsmarktumfeld sind ebenso ausgezeichnet wie die Stimmung der Unternehmen und Konsumenten.

ifo Geschäftsklima erneut auf Rekordniveau

Das ifo Geschäftsklima verbesserte sich zum Jahresbeginn erneut, nachdem im Dezember ein leichter Rückgang zu verzeichnen gewesen war. Der Index stieg auf 117,6 Zähler; erwartet worden war aufgrund des hohen Niveaus eine geringfügige Eintrübung. Zur erneuten Aufhellung hat vor allem die bessere Einschätzung der aktuellen Lage beigetragen. Dieser Teilindex stieg deutlich um 2,3 Punkte auf 127,7 Zähler und erreichte ein neues Allzeithoch. Dagegen haben sich die Geschäftsperspektiven gegenüber dem Vormonat leicht eingetrübt. Der Teilindex sank um 1,1 Punkte auf 108,4 Zähler. Der ifo Index bleibt der aussagekräftigste Frühindikator für das deutsche BIP-Wachstum – insbesondere für das Folgequartal. So hatte der Index bereits im dritten Vierteljahr 2017 eine Wachstumsverlangsamung für die letzten drei Monate des Jahres signalisiert.

... und bleibt 2018 auf Kurs

Deutschland: Reales BIP-Wachstum in % zum Vorjahr

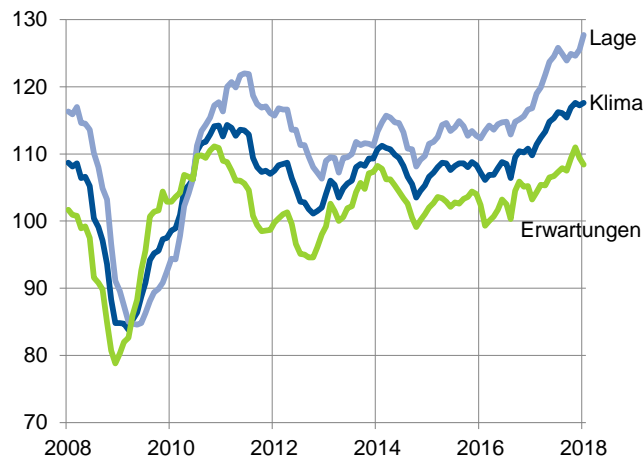


Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Prognose



Deutschland: ifo Geschäftsklima, 2005 = 100

saison- und kalenderbereinigt

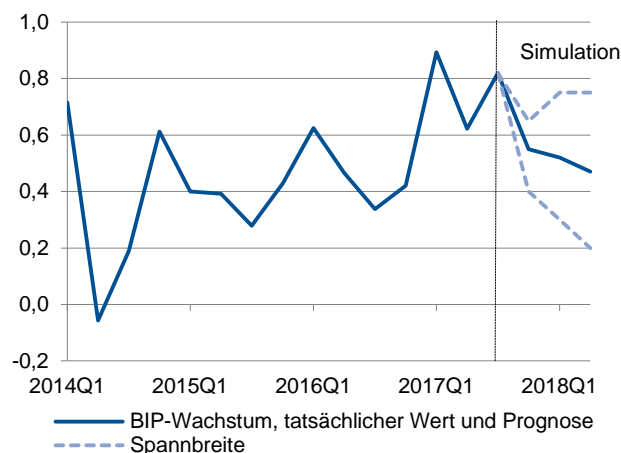


Quelle: ifo



Deutschland: Reales BIP-Wachstum in % zum Vorquartal

kalender- und saisonbereinigt



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Simulation



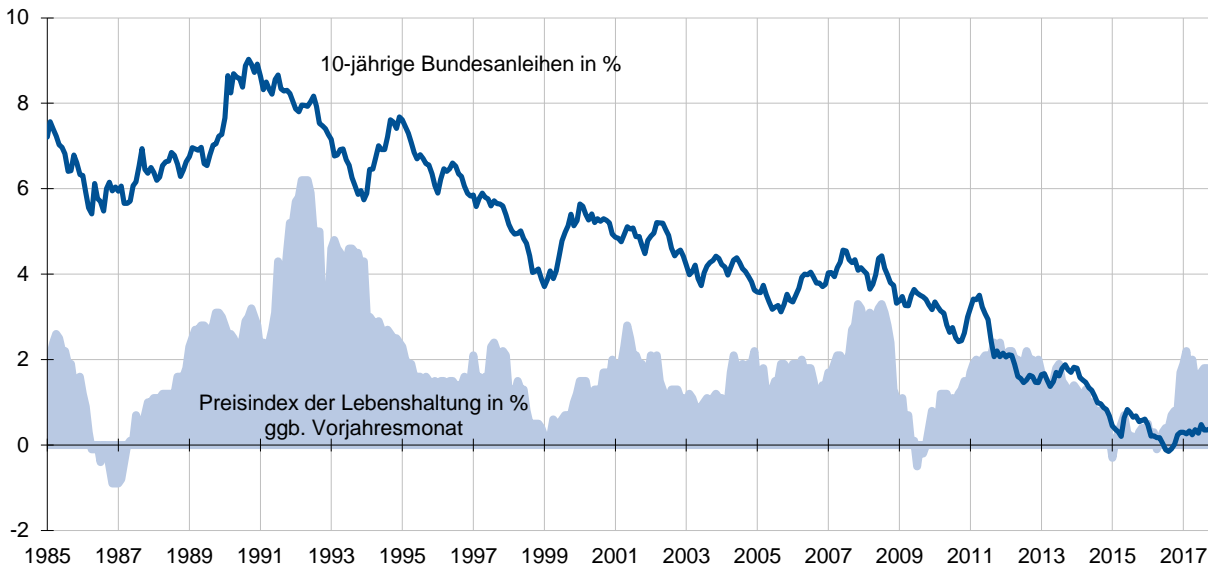
Der Januar-Wert 2018 ist nur eine erste Indikation für das BIP-Wachstum im zweiten Quartal, da empirisch der durchschnittliche ifo Wert für die ersten drei Monate benötigt wird. Die IKB erwartet, dass das ifo Geschäftsklima in den kommenden zwei Monaten relativ stabil bleibt, wenn auch nicht auf einem Rekordniveau. Dabei ist der Hinweis wichtig, dass nicht das Niveau für die Prognose entscheidend ist, da es über die Jahre einen positiven Trend entwickelt hat – bedeutend ist die Veränderung des ifo Geschäftsklimas. Wie Abb. 2 zeigt, ist deshalb ein weiterhin stabiles, wenn auch etwas weniger dynamisches BIP-Wachstum zu erwarten.

Die aktuellen Jahresprognosen für die deutsche Wirtschaft weisen ein BIP-Wachstum von über 2,5 % für 2018 aus. Um diese Dynamik zu erreichen, muss die Wirtschaftsleistung vor allem in der ersten Jahreshälfte 2018 nicht nur an Tempo zulegen, sondern dieses auch im weiteren Jahresverlauf halten. Der Ausblick für die deutsche Wirtschaft bleibt nach wie vor grundsätzlich positiv, ob sich jedoch eine Wachstumsbeschleunigung in den nächsten sechs Monaten ergeben wird, bleibt abzuwarten. Dabei ist es weniger bedeutend, ob die Wirtschaft 2018 um 2,5 % zulegen wird oder, wie die IKB erwartet, um 2,3 %. Entscheidend ist, dass der Ausblick auf einer breit gestreuten globalen Erholung und robusten deutschen BIP-Wachstumstreibern basiert. Dazu gehören der private Konsum, Investitionen und Exporte, die von dem aktuell relativ starken Euro-Wechselkurs nicht sehr beeinflusst werden sollten, denn sein Aufwertungstrend dürfte 2018 aufgrund der eher zögerlichen geldpolitischen Wende durch die EZB nicht anhalten. Würde der Euro-Kurs entgegen den Erwartungen der IKB in diesem Jahr weiter deutlich an Stärke gewinnen, dürfte dies allerdings einen negativen Einfluss auf das ifo Geschäftsklima haben. Damit würde sich dann vor allem der BIP-Ausblick für 2019 ändern.

Aktuell gibt es kaum Anzeichen für eine konjunkturelle Eintrübung in diesem Jahr. Die IKB geht weiterhin von einem deutschen BIP-Wachstum von 2,3 % im Jahr 2018 aus.

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

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Starker Euro-Kurs forciert zögerliches Verhalten der EZB, ...

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



Quelle: Bloomberg

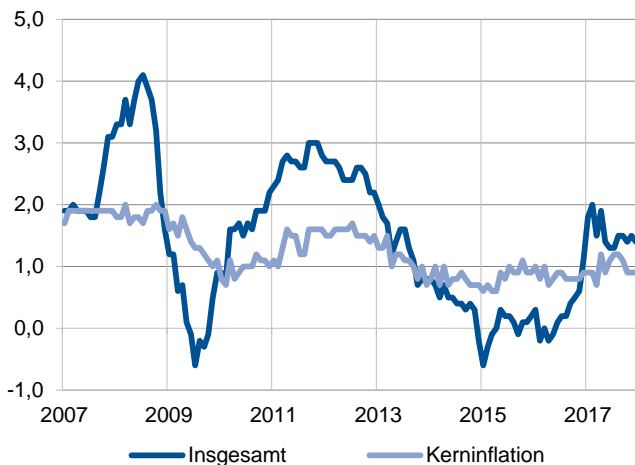


Die Reaktion der Devisenmärkte auf die EZB-Presskonferenz kann Draghi nicht gefallen haben. Die EZB vertrat die Meinung, dass die Einschätzungen der Märkte über eine bevorstehende Änderung ihres Wortlauts bzw. eine Beendigung des Aufkaufprogramms verfrüht sind. Zudem bezeichnete Draghi den Devisenkurs als wichtige Größe für den Inflations- und Wachstumsausblick der EZB. Trotz dieser Aussagen, die klar eine langsame geldpolitische Wende signalisieren, hat der Euro gegenüber dem Dollar weiter an Wert zugelegt. Ein Grund mag vielleicht darin liegen, dass der EZB-Präsident explizit auf die jüngste Rede des US-Finanzminister verwies und sie somit als ernst zunehmend würdigte.

US-Finanzminister Mnuchin äußerte sich über die Vorteile eines schwachen US-Dollar für die US-Exporte. Das Problem für Draghi mag weniger der Inhalt der Aussage sein als die Tatsache, dass diese – trotz eines internationalen gemeinsamen Verständnisses von Regierungen, sich nicht über das „richtige“ Niveau des Wechselkurses zu äußern – getätigt wurde. Denn solche Äußerungen schüren die Sorge vor einem Abwertungswettlauf. Doch bis auf kurzfristige Reaktionen werden Devisenkurse weniger von Politikern als von der Geldpolitik beeinflusst. Dies gilt vor allem für Industrieländer. Die Frage ist also nicht primär, was die Trump-Administration über den US-Dollar denkt, sondern wie die Geldpolitik der Fed ausgerichtet sein wird. Solange die US-Wirtschaft ihren Erholungspfad fortsetzt und dieser Raum für Zinsanhebungen als geldpolitische Lockerung gibt, ist mit keiner nachhaltigen US-Dollar-Schwäche zu rechnen. Das abgesegnete Steuerpaket wird die konjunkturelle Erholung der USA weiter stützen, auch wenn der Einfluss überschaubar und eher die kurze Frist (2018 und 2019) betrifft. Doch ein weiterer Grund, warum keine nachhaltige Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar zu erwarten ist, ist die EZB selbst. Wie sie in der jüngsten Pressekonferenz gezeigt hat, reagiert sie aufgrund des starken Euro-Einflusses auf die Wirtschaft der Euro-Zone äußerst sensitiv auf Bewegungen des Devisenkurses.

... doch die US-Konjunktur und die Fed sollten den US-Dollar zur Aufwertung bewegen

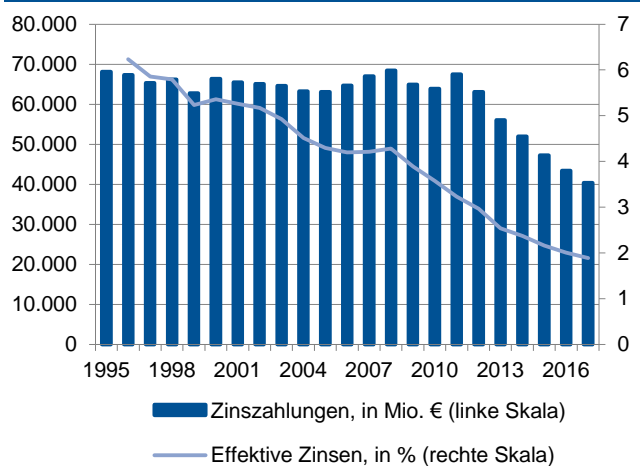
Euro-Zone: Inflation und Kerninflation in %



Quelle: Eurostat



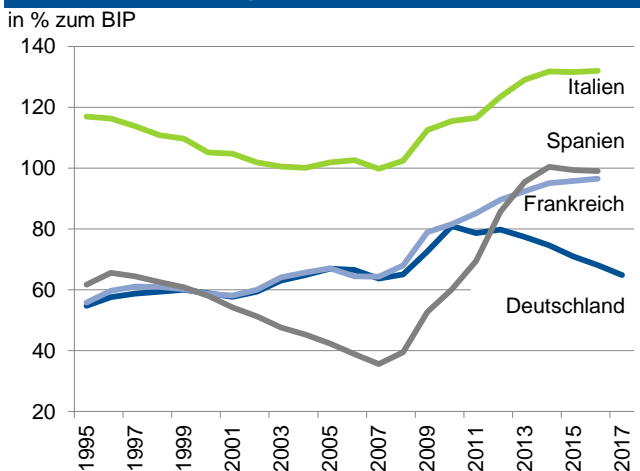
Zinszahlungen und effektiver Zins des deutschen Staates



Quellen: EZB; Eurostat



Schuldenquoten ausgesuchter Euro-Staaten



Quelle: Eurostat



Zwar mögen Devisenmärkte kurzfristig wider Erwarten reagieren. Doch einer anhaltenden Euro-Aufwertung würde die EZB gegensteuern. So ist die Frage nicht, wie weit der Euro-Kurs aufwerten könnte, sondern welche geldpolitische Maßnahme die EZB einleiten wird, um eine anhaltende und deutliche Aufwertung zu verhindern. Auch ist die Frage, bei welchem Euro-Dollar-Kursniveau die Schmerzgrenze der EZB erreicht ist?

Angesichts des großen Offenheitsgrads der Euro-Zone ist der Wechselkurs eine entscheidende Größe für die Dynamik der Realwirtschaft und der Inflation. Die Abwertung des US-Dollar würde zwar der Fed weiteren Raum für Zinsanhebungen geben, weil eine Abwertung grundsätzlich einer geldpolitischen Lockerung gleichkommt. Da die USA eine weniger offene Volkswirtschaft darstellt als die Euro-Zone, ist der Einfluss des Devisenkurses auf die US-Geldpolitik weniger bedeutend als für die EZB-Politik. Die IKB geht weiter davon aus, dass sich die US-Konjunktur als robust genug erweisen wird, um der Fed den Raum für drei Zinsanhebungen von je 25 bp im Verlauf von 2018 ermöglichen wird.

Wie die EZB betont, ist die aktuelle Erholung in der Euro-Zone zyklisch und nicht primär strukturell getrieben. Deshalb muss die anhaltend gute Konjunkturlage auch genutzt werden, um den Spielraum der Fiskalpolitik trotz immer noch relativ hoher Schuldenquoten weiter auszuweiten. Die EZB unterstützt diese Notwendigkeit durch ihre anhaltend niedrige Zinspolitik, die für die Euro-Staaten aktuell und noch für viele Jahre eine sinkende bzw. niedrige Zinslast ermöglicht. Ob die Schuldenquoten beim nächsten konjunkturellen Abschwung bereits deutlich zurückgegangen sind, bleibt abzuwarten und hängt neben der Zinslast vor allem vom nominalen BIP-Wachstum ab.

Trotz niedriger Zinsen braucht die Euro-Zone noch mehrere Jahre stabilen, hohen BIP-Wachstums, um die Schuldenquoten vieler ihrer Mitgliedsstaaten entscheidend zu reduzieren. Die EZB sollte daran festhalten, selbst mittel- bis langfristig ihre geldpolitische Ausrichtung unterstützend zu gestalten. Dazu zählt grundsätzlich auch ein, wenn nicht schwacher, dann aber wettbewerbsfähiger Euro-Devisenkurs.

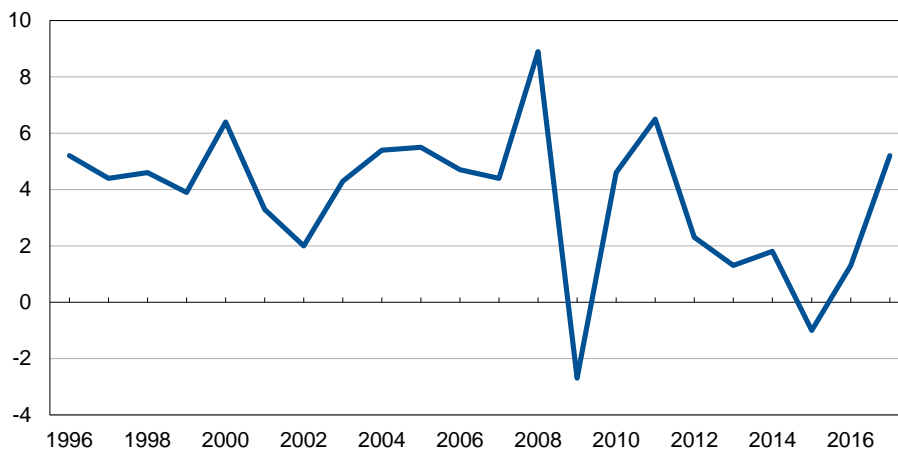
Dr. Klaus Bauknecht, Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Euro-Zone: Ist die Konjunktur stabil genug für eine geldpolitische Wende?

Konjunkturlage, Inflationsrisiken und Handlungsbedarf der Notenbanken

Die globale und europäische Konjunktur verläuft seit mehreren Jahren stabil, seit Mitte letzten Jahres ist sie sogar angezogen. Deshalb erwarten und fordern viele Volkswirte eine schnelle Wende in der europäischen Geldpolitik. Zudem wird schon seit Jahren davor gewarnt, dass die anhaltende Krisenpolitik der Notenbank nicht nur unterstützend wirken kann, sondern auch Risiken in Form von Fehlallokationen und Blasen mit sich bringt. Das Verlustpotenzial auf den Anleihemärkten zeigt: Der Ausstieg aus der extrem expansiven Geldpolitik ist nach Jahren der Marktinterventionen und Verzerrungen der Zinskurve nicht einfach. In diesem Zusammenhang wird argumentiert, die Notenbanken im Allgemeinen und die EZB im Besonderen sollten die gute aktuelle Konjunktur nutzen, um die geldpolitische Wende konsequent einzuleiten, gerade weil der Ausstieg sich noch lange hinziehen werde. Dies gelte vor allem auch deshalb, weil die gute Konjunkturlage kein Dauerzustand und ein konjunktureller Abschwung sicherlich zu erwarten sei, wenn nicht kurz-, dann mittelfristig. Im Interesse der zukünftigen Handlungsfähigkeit besteht demnach aktuell erhöhter Handlungsdruck.

Abb. 1: Erzeugerpreise weltweit, in % zum Vorjahr



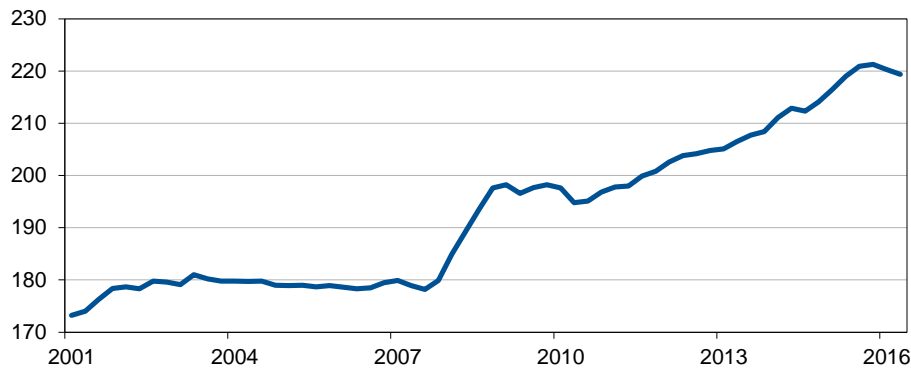
Quelle: EIU

Das Argument für eine Rückkehr zur geldpolitischen Normalität wird dadurch verstärkt, dass das Inflationsrisiko in der Tat angestiegen ist. Die breit gestreute globale Konjunkturerholung hat zu einer zunehmenden Auslastung der Produktionskapazitäten geführt und Erzeugerpreise im letzten Jahr um 5,2 % ansteigen lassen – der höchste Anstieg seit 2011. Der sich aufbauende Preisdruck sollte sich angesichts der aktuellen Wachstumsprognosen in diesem Jahr fortsetzen und zu einer höheren Inflationsdynamik in der Euro-Zone führen. Wichtig ist, dass dieser Inflationsdruck aus der guten Konjunktur resultiert. Gäbe es dagegen Zweifel an der Nachhaltigkeit der globalen Konjunktur, könnte für die Euro-Zone, die sich aus relativ offenen Volkswirtschaften zusammensetzt, nicht von einem nachhaltigen Anstieg der Inflationsdynamik ausgegangen werden. Entscheidend für eine Normalisierung der europäischen Inflationsdynamik und somit auch für die geldpolitische Wende bleibt eine breit gestreute und anhaltende regionale, aber auch globale Konjunkturerholung.

Die Forderung, die Notenbanken sollten den aktuellen Spielraum nutzen, um für den nächsten Abschwung gewappnet zu sein und um steigenden Inflationsrisiken entgegenzuwirken, unterstellt, dass das Wirtschaftswachstum eine gewisse Eigendynamik aufweist, sodass eine geldpolitische Straffung eine mögliche Abkühlung nicht zusätzlich verstärkt. Auch wenn Prognosen für die Jahre 2018 und 2019 und die aktuell guten Daten auf eine robuste Konjunktur hindeuten, verbindliche Aussagen über die wirtschaftliche Entwicklung lassen sich noch nicht treffen. Solche Überlegungen sind vor allem deshalb wichtig, weil zwar die Konjunktur aktuell eine erfreuliche Dynamik zeigt, die strukturellen Probleme, die zur Krisenpolitik der Notenbanken geführt haben, jedoch erst ansatzweise angegangen worden sind. Das betrifft vor allem die weiterhin hohen Schuldenquoten. Deshalb benötigt die Weltwirtschaft noch auf lange Sicht ein hohes nominales BIP-Wachstum, um die Schuldenquoten entscheidend zu reduzieren und um eine breit aufgestellte Nachfrage sicherzustellen. Weltweit hat sich die Schuldenquote erst mit der Wachstumsbeschleunigung in 2017 ansatz-

weise gedreht. Die Zinsen müssen also langfristig niedrig bleiben, allerdings nicht auf dem aktuellen, extremen Niveau.

Abb. 2: Schulden (Staat und privater Nicht-Finanzsektor) in % des BIP - weltweit



Quelle: BIZ

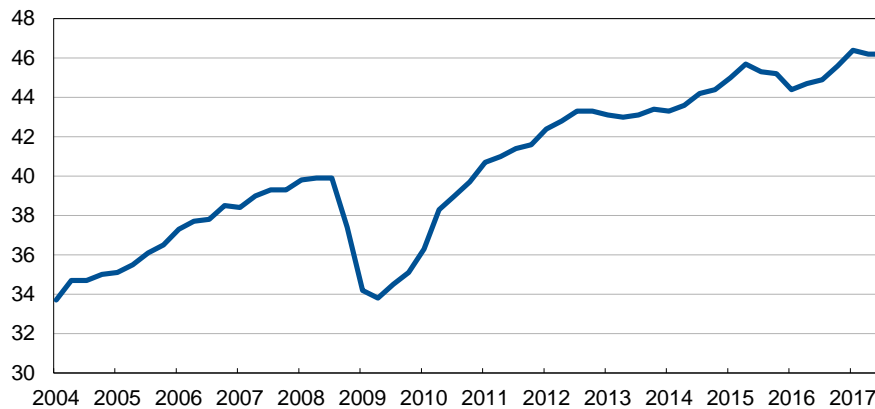
Ausblick für die Euro-Zone und EZB-Politik

Wie robust ist die europäische Wachstumsdynamik? Um dieser Frage nachzugehen, hat die IKB ein autoregressives Modell für das europäische Wachstum geschätzt. Die Frage dabei ist, wie aussagekräftig historische Zahlen für die zukünftige Entwicklung sind, und in welchem Maße die guten Daten von 2016 und 2017 eine belastbare Aussage über die Wachstumsdynamik der Jahre 2018 und 2019 erlauben. Entscheidend sind vor allem der Erklärungsbeitrag und damit das Prognoserisiko. Anders ausgedrückt: Wieviel Vertrauen kann die EZB auf Grundlage der aktuell guten Entwicklung in die Nachhaltigkeit der Konjunktur haben? Das Quartalwachstum zeigt generell eine hohe Eigendynamik, sodass es Prognosen für die folgenden ein oder zwei Quartale erlaubt, unterstützt von Frühindikatoren wie den PMI. Die Geldpolitik interessiert sich allerdings vor allem für den Ausblick der kommenden ein bis zwei Jahre. Hier ist eine Einschätzung auf Grundlage aktueller Dynamiken deutlich schwieriger.

Ein für die Zeitspanne 1982 bis 2017 geschätztes Modell zeigt, dass die Wachstumsdynamik des abgelaufenen Jahres alleine kein guter Indikator für den Verlauf des aktuellen, geschweige denn für das darauffolgende Jahr darstellt. So sind die derzeit guten Daten alleine kein ausreichender Grund, sich für eine beschleunigte geldpolitische Wende in der Euro-Zone auszusprechen. Zudem zeigen die Schätzungen, dass die Aussagekraft aktueller Daten seit der Finanzkrise abgenommen hat. Zwar geben die letzten Jahre (vor allem die wachstumsstabilen Jahre seit 2013) durchaus Grund zur Annahme, dass der negative Einfluss der Finanz- und Staatsschuldenkrise auf die Stabilität der Wachstumsdynamik in der Euro-Zone nachgelassen haben könnte; doch dies ist ein Erfolg der Geldpolitik und sollte nicht als Grund für eine geldpolitische Wende angesehen werden.

Auf Basis der Modellschätzung ergibt sich für 2018 und 2019 ein BIP-Wachstum von ca. 2 %. Allerdings – nicht überraschend – ist das Prognoserisiko enorm hoch. So müssen weitere Annahmen wie eine anhaltend positive Entwicklung der Weltkonjunktur unterstellt werden. Denn empirische Analysen zeigen, dass seit der Finanzkrise die Weltkonjunktur einen deutlich höheren Einfluss auf das Wirtschaftswachstum der Euro-Zone aufweist. Dies könnte für eine geringere Abhängigkeit der europäischen Wachstumsdynamik von der EZB-Geldpolitik sprechen, was angesichts der steigenden Exportquote der Euro-Zone nicht überrascht.

Abb. 3: Euro-Zone: Exporte in % zum BIP



Quelle: Eurostat

Eine anhaltend gute globale Konjunktur würde der EZB deshalb den Raum geben, ihre geldpolitische Wende voranzutreiben – gerade wenn die Inflationsrate nach oben überraschen sollte. Jedoch ist eine Einschätzung zum zukünftigen globalen Umfeld auf Grundlage aktueller Daten noch schwieriger als für die Euro-Zone. Deshalb ist die EZB gut beraten, ihr Aufkaufprogramm im Jahr 2018 vollständig auslaufen zu lassen und bei steigenden Inflationsrisiken die Abkehr von negativen Zinsen in Aussicht zu stellen. Das Protokoll der letzten EZB-Sitzung deutet in die richtige Richtung. Doch geldpolitische Aktionen darüber hinaus dürften sich kurzfristig als zu ambitioniert und womöglich kontraproduktiv erweisen.

Implikationen für Zinsmärkte

Bis letzte Woche zeigten sich die Zinsmärkte unbeeindruckt von der Möglichkeit einer nachhaltig steigenden Inflationsrate, während die Aktien- und Kreditmärkte eine anhaltend gute Konjunkturentwicklung spiegeln. Überschätzen die Aktienmärkte die Konjunkturlage oder unterschätzen die Zinsmärkte das Inflationsrisiko? Die aktuellen Prognosen lassen eher erwarten, dass die Zinsmärkte in diesem Jahr überrascht werden könnten. Erste Anzeichen hierfür gab es bereits in dieser Woche. Doch wie nachhaltig weitere Korrekturen sein werden, bleibt abzuwarten.

Fazit

Die derzeit gute Konjunkturlage in der Euro-Zone reicht nicht als Argument für eine schnelle geldpolitische Wende der EZB. Denn aktuelle Daten eignen sich nur eingeschränkt für Konjunktur- und Inflationsprognosen. Zudem ist die Konjunktur der Euro-Zone angesichts der hohen Schuldenquoten strukturell abhängig von der EZB-Politik. Diese Abhängigkeit kann, wie das letzte Jahr gezeigt hat, durch ein anhaltend gutes globales Konjunkturmilieu reduziert werden.

Kommt es in diesem und im nächsten Jahr zu der von vielen Volkswirten erwarteten globalen Konjunkturdynamik, so ist auch mit einem erhöhten Inflationsrisiko zu rechnen, was die EZB zu einer Beendigung ihres Aufkaufprogramms 2018 sowie zur Abkehr von der negativen Zinspolitik bewegen sollte. Weitere Schritte der EZB hängen dann von der weiteren realwirtschaftlichen Entwicklung ab.

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

Zinsmärkte: Was signalisieren die aktuellen Korrekturen am langen Ende der Zinskurven?

Jüngste Korrektur nicht überraschend

Die gute Konjunktur lässt schon länger an der Sinnhaftigkeit niedriger Renditen am langen Ende der US-amerikanischen, europäischen und deutschen Zinskurve zweifeln. Während die Akteure an den Aktienmärkten von der Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Belebung überzeugt sind, spiegeln langlaufende Renditen die Erwartung einer mittelfristigen Wachstumsschwäche. Wie kann es sonst möglich sein, dass 10-jährige Renditen im Euro-Raum bei einem Niveau von deutlich unter 1 % verharren. Auf Grundlage der aktuellen Wachstums-, Inflations- und Zinsprognosen erwartet die IKB schon länger eine Korrektur langlaufender Renditen und sieht weiterhin eher ein Änderungsrisiko bei den Zins- als bei den Aktienmärkten.

Nun kam jüngst etwas Bewegung in die Zinsmärkte. In den USA wurden die Inflationsprognosen für 2018 in Folge überraschend hoher Anstiege der Teuerungsrate im November und Dezember von den meisten Marktanalysten deutlich nach oben angehoben. Hinzu kamen Gerüchte, der chinesische Appetit auf US-Staatsanleihen könne nachlassen. Was immer der Grund war, aus fundamentaler Sicht ist eine Korrektur schon lange notwendig gewesen. In der Euro-Zone hat das EZB-Protokoll für Überraschungen gesorgt und eine Korrektur langläufiger Renditen nach oben forciert. Auch dies ist angesichts der wirtschaftlichen Erholung und der sich abzeichnenden Wende in der Geldpolitik überfällig. Auf Grundlage der aktuellen Konjunkturschätzung sowie des Überraschungspotenzials einer anziehenden Inflation kann von weiteren Anstiegen der Langfristzinsen ausgegangen werden – vor allem, wenn die EZB das Aufkaufprogramm 2018 vollständig beenden und somit eine gewisse Entschlossenheit zeigen wird.

Abb. 1: US-amerikanische und deutsche Renditen 10-jähriger Staatsanleihen; in %



Quelle: Bloomberg

Die Fed konnte ihre Zinsen 2017 drei Mal anheben, ohne eine weitere Straffung durch die Renditen- und Devisenmärkte zu forcieren. Infolgedessen hat sich die US-Zinskurve 2017 deutlich verflacht, da das lange Ende nicht an einen nachhaltigen Anstieg des Zinsniveaus glaubte. Für die EZB geht es aktuell in die andere Richtung. Die Renditemärkte korrigieren und der Euro-Wechselkurs wertet auf. Diese Effekte sind für den Anfang einer geldpolitischen Wende nicht überraschend, wenn Überraschungspotenzial vorhanden ist. Sie bedeuten aber zudem, dass die Geldpolitik in der Euro-Zone nicht nur durch das reduzierte Aufkaufvolumen straffer wird. Vor diesem Hintergrund haben EZB-Ratsmitglieder nach der Zinskorrektur darauf hingewiesen, dass noch auf Sicht mit keiner Zinsanhebung zu rechnen ist. Die EZB befindet sich am Anfang ihrer geldpolitischen Wende und hat die schwierige Aufgabe, diese einzuleiten, ohne dass sich das lange Ende der Zinskurve „verselbstständigt“ und die Märkte eine zu ambitionierte Zinswende erwarten. Die letzten Tage haben gezeigt, wie schwierig sich ein Exit aus der ultralockeren Geldpolitik gestalten kann, vor allem, wenn das Ziel eher Normalisierung als effektive geldpolitische Straffung ist. Und dennoch muss die EZB agieren, um nicht hinter die Kurve zu fallen. Das würde bedeuten: Die Inflation überrascht nach oben und die Zinsmärkte passen ihre Erwartungen an.

Zinskurve als Frühindikator für die Konjunktur?

Bei einer steilen Zinskurve (langläufige Renditen sind deutlich höher als die Geldmarktsätze) gehen die Zinsmärkte von einer nachhaltigen geldpolitischen Straffung aus. Je stärker die Neigung der Kurve, desto mehr Zinsschritte der Notenbank werden erwartet und als nachhaltig angesehen. Die aktuellen Korrekturen, welche die Zinskurven durch den Anstieg am langen Ende steiler gemacht haben, deuten eine entsprechende Erwartungsänderung an.

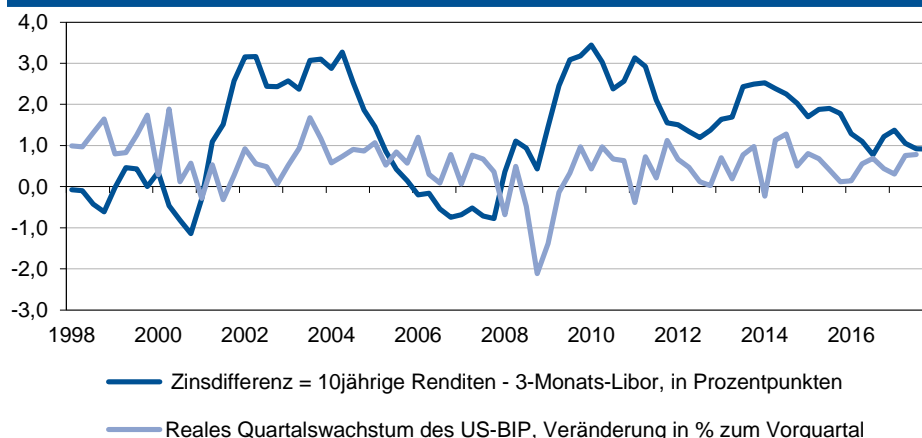
In diesem Zusammenhang wird die Zinskurve oftmals als Frühindikator für die Konjunktur gesehen. So wie steigende Aktienkurse oftmals als Frühindikator für eine konjunkturelle Aufhellung gesehen werden, deutet eine steilere Zinskurve auf eine sich aufhellende Einschätzung der Zinsmärkte hin. Um als belastbarer Frühindikator gelten zu können, sollten die Erwartungen der Zinsmärkte sich generell erfüllen.

Ist die Zinskurve invers – kurzfristige Zinsen sind höher als langfristige Renditen – wird dies als Zeichen einer überreagierenden Geldpolitik gesehen. Die Zinsmärkte erwarten dann sinkende Zinsen und damit einen konjunkturellen Abschwung. Solch eine Kurve ist oftmals Ergebnis schnell ansteigender Leitzinsen, die das Inflationsrisiko dämpfen sollen und eine deutliche geldpolitische Straffung darstellen. Doch ist die Neigung der Zinskurve wirklich ein guter Frühindikator? Ist die aktuelle Korrektur am langen Ende der Zinskurve folglich eine Bestätigung der guten konjunkturellen Lage? Sind Sorgen über einen möglichen mittelfristigen Abschwung in den USA somit unbegründet?

Empirische Ergebnisse sprechen für begrenzte Aussagekraft

Die Steigung der US-Zinskurve liefert einen gewissen Erklärungsbeitrag für das US-BIP-Wachstum, auch wenn dieser eher überschaubar ist. Der Erklärungsbeitrag ergibt sich aus dem kurzen Ende der Zinskurve und gilt primär in Phasen extremer wirtschaftlicher Entwicklungen (z. B. Finanzkrise). Das lange Ende hingegen leistet keinen erkennbaren Erklärungsbeitrag. Zwar spiegelt ein Anstieg der Langfristrenditen die zunehmende Erwartung einer konjunkturellen Belebung – diese könnten sich allerdings bewahrheiten oder auch nicht; höhere Langfristrenditen deuten jedoch ebenfalls auf eine geldpolitische Straffung hin, die vor allem das Investitionsverhalten negativ beeinflusst. So sollte die aktuell relativ flache US-Zinskurve keine große Bedeutung haben, wenn es darum geht, die Entwicklung der US-Konjunktur zu antizipieren. Es kann auch nicht argumentiert werden, dass die Korrektur am langen Ende der US-Zinskurve eine anziehende US-Wachstumsdynamik andeutet oder bestätigt. Die Korrektur signalisiert eher, dass die Zinsmärkte ihre Meinung ändern.

Abb. 2: US-Zinsen und US-BIP-Wachstum

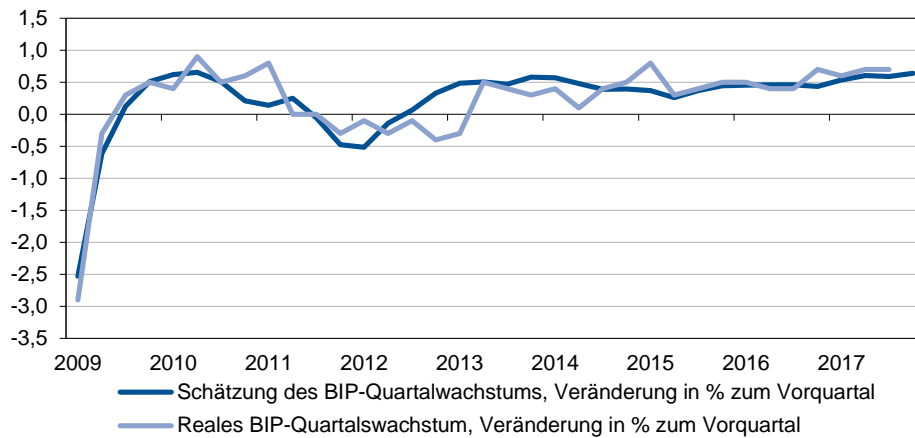


Quellen: Bloomberg; IKB-Berechnung

Für die Euro-Zone sind die Ergebnisse ähnlich. Auch hier kann die Steigung der Zinskurve keine belastbare Aussage über den zukünftigen BIP-Wachstumsverlauf liefern. Erneut scheint die Erklärungskraft vor allem bei den Kurzfristzinsen zu liegen. Wie zu erwarten ist, haben steigende Zinsen am kurzen Ende einen negativen Einfluss auf das BIP-Wachstum. Der Einfluss langlaufender deutscher Renditen scheint hingegen positiv zu sein. Auch attestieren Kausalitätstests zwischen Zinsen und Konjunktur langlaufenden Renditen eine gewisse Signalwirkung für den zukünftigen Wachstumsverlauf. Doch auch hier sind es vor allem die Krisen, für die diese Beobachtung gilt. Außer bei extremen Ereignissen (wie Finanz- und Euro-Krise) hat das lange

Ende der deutschen Zinskurve keinen bedeutenden Informationsgehalt bezüglich der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland und der Euro-Zone.

Abb. 3: Euro-Zone: auf Basis der Kurz- und Langfristzinsen geschätztes und tatsächliches BIP-Wachstum



Quellen: Eurostat, IKB-Schätzung

Einschätzung zu Zinsen

Die begrenzte Aussagekraft der Zinskurve oder des kurzen und langen Endes für die Konjunkturerholung ist nicht überraschend. Zinsen werden durch Erwartungen getrieben, die nicht immer eintreffen müssen. Aktuell scheinen die Zinsmärkte ihre Erwartungen hinsichtlich einer geldpolitischen Wende aufgrund jüngster EZB-Kommentare zu ändern. Bleibt die Konjunktur stabil und steigt die Inflationsrate an, sollte die aktuelle Korrektur am langen Ende der deutschen Zinskurve nur ein erster Schritt sein. Allerdings werden die Reinvestitionen der EZB das lange Ende der Zinskurve auch nach Beendigung des Aufkaufprogramms beeinflussen. Schließlich hat die europäische Notenbank ein hohes Interesse daran, keine überzogenen Erwartungen an eine geldpolitische Wende aufkommen zu lassen, denn dies würde weder der europäischen Schuldenfähigkeit nutzen, noch die Konjunktur unterstützen.

Fazit

Zinskurven werden oftmals als Indikatoren für konjunkturelle Risiken angesehen. Eine flache Kurve lässt demnach an einer nachhaltigen geldpolitischen Wende mit einhergehender Konjunkturerholung zweifeln. Eine steile Zinskurve hingegen spiegelt große Erwartungen der Renditemärkte an Konjunktur und Geldpolitik. Empirische Ergebnisse belegen solche Vermutungen allerdings kaum. Auch eine steiler werdende Zinskurve eignet sich nur begrenzt als Frühindikator einer Konjunkturbelebung.

Deshalb lässt die aktuelle Korrektur am langen Ende der Zinskurve in den USA und in der Euro-Zone wenig Rückschlüsse auf den zukünftigen Konjunkturverlauf zu. Vielmehr scheinen sich die Erwartungen der Zinsmärkte der aktuellen Konjunkturerholung anzupassen. Dafür sollten in diesem Jahr weiterhin auch Notenbankpolitik sowie Konjunktur- und Inflationsdaten sorgen. Durch Reinvestitionen von Fälligkeiten hat die EZB allerdings auch nach Beendigung des Aufkaufprogramms die Möglichkeit, Überreaktionen der Renditemärkte gegenzusteuern.

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

Daten auf einen Blick (26. Januar 2018)

| Gesamtwirtschaft | | | | | |
|--------------------------------|-----------------|---|---------------------|---------------------|------------------|
| | Mrd. € | Reale Veränderung in % zum Vorjahr (kalenderbereinigt) | | | |
| | 2017 | 2015 | 2016 | 2017P | 2018P |
| BIP | 3.263,4 | 1,5 | 1,9 | 2,6 | 2,3 |
| Privater Verbrauch | 1.737,7 | 1,6 | 1,9 | 2,0 | 1,8 |
| Staatsverbrauch | 638,1 | 2,9 | 3,7 | 1,4 | 1,2 |
| Ausrüstungsinvestitionen | 213,4 | 3,0 | 2,1 | 3,5 | 5,2 |
| Bauinvestitionen | 19,3 | -1,9 | 2,5 | 2,6 | 2,3 |
| Exporte | 1.542,6 | 4,7 | 2,4 | 4,7 | 4,5 |
| Importe | 1.294,5 | 5,2 | 3,8 | 5,2 | 4,9 |
| Verbraucherpreise | | 0,2 | 0,5 | 1,7 | 1,8 |
| Frühindikatoren | | | | | |
| Index* 2010 = 100 | 2017 | Veränd. in % zum Vorjahr | Nov 17 | Dez 17 | Jan 18 |
| ifo-Geschäftsklima | 114,7 | 5,9 | 117,6 | 117,2 | 117,6 |
| | 2016 | Veränd. in % zum Vorjahr | Sep 17 | Okt 17 | Nov 17 |
| Auftragseingänge** | 111,7 | 1,4 | 121,5 | 122,4 | 121,9 |
| Produktion und Handel** | | | | | |
| Index* 2010 = 100 | 2016 | Veränd. in % zum Vorjahr | Sep 17 | Okt 17 | Nov 17 |
| Verarbeitendes Gewerbe | 111,6 | 1,2 | 117,1 | 114,9 | 119,8 |
| Bauhauptgewerbe | 120,0 | 0,9 | 136,6 | 133,0 | 138,1 |
| Einzelhandel (ohne Kfz) | 106,5 | 1,2 | 112,9 | 111,8 | 114,4 |
| Außenhandel nominal*** | | | | | |
| | 2016 | Veränd. in % zum Vorjahr | Sep 17 | Okt 17 | Nov 17 |
| Warenexporte Mrd. € | 1.206,9 | 1,2 | 110,4 | 108,0 | 116,5 |
| Warenimporte Mrd. € | 954,8 | 0,6 | 86,3 | 89,1 | 92,8 |
| Arbeitsmarkt** | | | | | |
| | 2016 | Veränd. in % zum Vorjahr | Okt 17 | Nov 17 | Dez 17 |
| Erw. erbstätige in Mio. | 43,545 | 1,3 | 44,329 | 44,380 | - |
| Arbeitslose in Mio. | 2,689 | -3,7 | 2,491 | 2,471 | 2,442 |
| Arbeitslosenquote in % | 6,1 | | 5,6 | 5,5 | 5,5 |
| Wechselkurse | | | | | |
| | 26.01.18 | in 3 Monaten | in 6 Monaten | in 9 Monaten | Ende 2018 |
| 1 € = ... US-\$ | 1,25 | 1,26 | 1,25 | 1,24 | 1,22 |
| 1 € = ... SFR | 1,17 | 1,18 | 1,20 | 1,21 | 1,20 |
| Zinsen in % | | | | | |
| 3-Monats-Euribor | -0,33 | -0,32 | -0,32 | -0,30 | -0,25 |
| USD 3-Monats-Libor | 1,75 | 1,65 | 1,80 | 2,10 | 2,30 |
| 10-jährige Bundesanleihen | 0,61 | 0,50 | 0,60 | 0,70 | 0,80 |
| 10-jährige US-Staatsanleihen | 2,62 | 2,60 | 2,70 | 2,90 | 3,00 |

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

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

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: Januar 2018)