



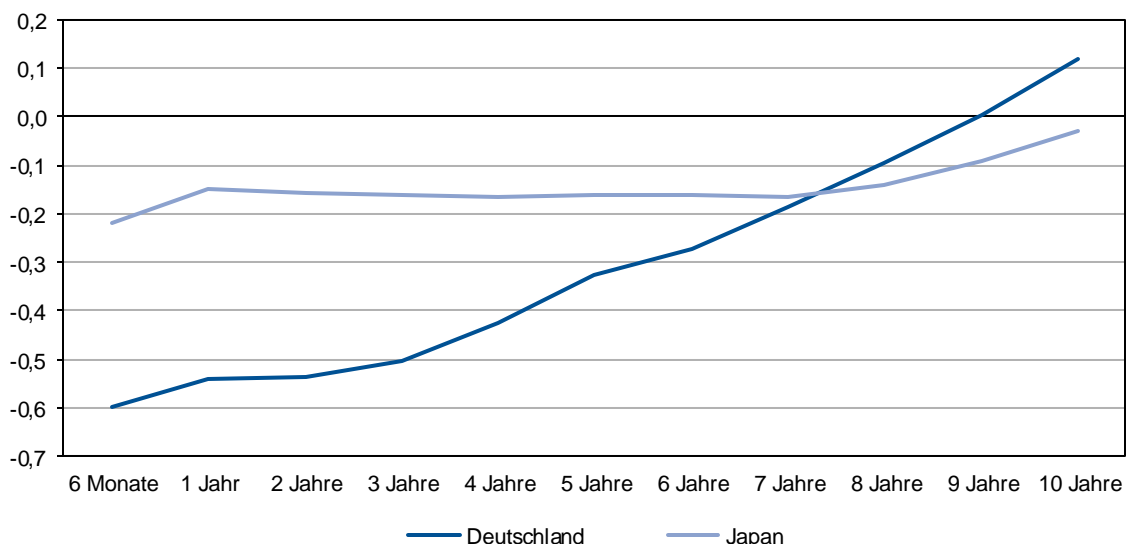
Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Renditenentwicklung – ein Déjà-vu des Jahres 2015

Aktuell erleben die Zinsmärkte ein Déjà-vu. Auch im Jahr 2015 hatte sich die globale Konjunktur insbesondere aus Sorge um die chinesische Wirtschaftsentwicklung eingetrübt und für deutliche Korrekturen auf den Zins- und Aktienmärkten gesorgt. Die Inflationsrate ging deutlich zurück, und die EZB startete im März 2015 ihr Ankaufprogramm. 10-jährige Bundrenditen fielen von knapp unter 1 % auf unter -0,1 % im Jahr 2016. Doch die globale Konjunktüreintrübung erwies sich nur von kurzer Dauer. Statt Rezession mit Krisenstimmung gab es einen „soft-patch“. Die Industrieproduktion sowie der Welthandel konnten sich relativ schnell erholen, und es folgte eine regelrechte Boomphase im Jahr 2017. Auch aktuell wird die Konjunktüreintrübung von einem deutlichen Rückgang der Renditen begleitet. US-Renditen sind von 3,1 % im Oktober 2018 auf inzwischen 2,65 % gesunken, während 10-jährige Bundrenditen erneut die 0 % anpeilen.

Während die Fed eine Verschnaufpause bei ihren Zinsanhebungen signalisiert, erwartet der Markt zunehmend Zinssenkungen vor allem im nächsten Jahr, während in der Euro-Zone der Begriff „Japanisierung“ um sich greift. Gemeint sind nicht nur anhaltend negative Zinsen am kurzen Ende, sondern auch eine aktivere Notenbankpolitik über alle Zinslaufzeiten. Zwar liegt die deutsche Zinskurve bis zu einer Laufzeit von sieben Jahren bereits deutlich unter der japanischen, jedoch ist sie im Vergleich zur japanischen relativ steil. Japanischen Verhältnissen würde eher eine flachere Kurve mit niedrigen Werten am langen Ende entsprechen. Damit verbunden wären anhaltend negative Zinsniveaus über die gesamte Laufzeit. Die japanische Zinskurve signalisiert eine anhaltende Stagnation der Geldpolitik, bei der die Notenbank nicht in der Lage ist, die Zinsen nachhaltig oder auch nur ansatzweise anzuheben.

Abb. 1: Zinskurve Deutschland versus Japan; in %

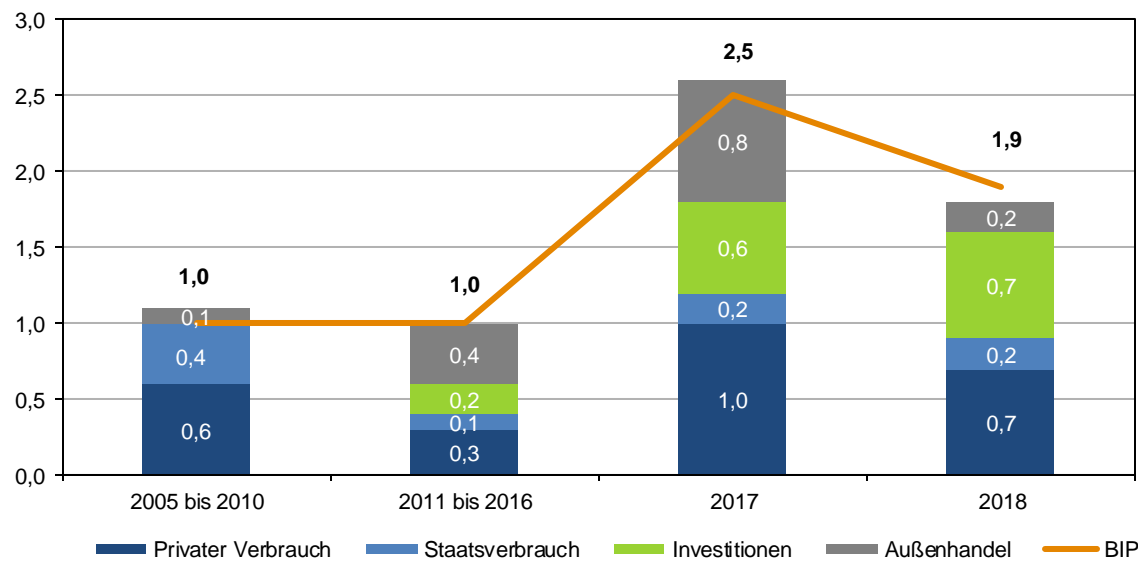


Quelle: Bloomberg (Stand: 26. Februar 2019)

Konjunktur und Geldpolitik – Abschwung als Reset zur neuen Normalität

Kurzfristig spricht sicherlich viel für weiter sinkende Renditen. Inflations- sowie Wachstumsprognosen werden aktuell eher nach unten als nach oben angepasst, und die Konjunkturdaten deuten bisher auf keine Stabilisierung hin. Die Weltwirtschaft kühlt sich ab, wie die globale Industrieproduktion sehr deutlich zeigt. Eine „Japanisierung“ der deutschen Zinskurve würde bedeuten, dass sich die EZB selbst langfristig nicht von ihrer Krisenpolitik verabschieden kann. Zwar würde es weiterhin auch konjunkturelle Aufschwünge geben, diese könnten sich jedoch als eher schwach und nicht ausreichend erweisen, um Zinsen nachhaltig anheben zu können. Für die Einschätzung der „Japanisierung“ gibt es durchaus Gründe, denn die EZB hat trotz konjunktureller Erholung der Euro-Zone mit einem BIP-Wachstum von durchschnittlich 1,9 % pro Jahr in den letzten fünf Jahren keine Gelegenheit gefunden, ihren Leitzins anzuheben. Ein Grund dafür ist sicherlich die geringe Inflationsdynamik, denn der hohe Offenheitsgrad der Euro-Zone erlaubt nur einen nachhaltigen Inflationsanstieg, wenn die globale Konjunktur für Preisdruck bei den Importpreisen sorgt. Doch auch innerhalb der Euro-Zone deuten selbst mittelfristig weder die Dynamik der Lohnstückkosten noch das moderate Geldmengenwachstum auf Inflationsdruck hin. Im Umkehrschluss bedeutet das: Die Euro-Zone benötigt weiterhin einen wettbewerbsfähigen Wechselkurs.

Abb. 2: Euro-Zone: Wachstumsbeiträge zum BIP; in %-Punkten



Quelle: EIU

Hohe bzw. steigende Schuldenquoten weisen auf eine ineffektive Geldpolitik und eine nicht ausreichende Nachfrage hin. In diesem Umfeld gibt es keinen Raum für eine geldpolitische Straffung – aus Sicht der Schuldentragfähigkeit und aus makroökonomischer Sicht bezüglich Wachstum und Inflation. Doch für die Euro-Zone bleibt auch die globale Konjunkturentwicklung entscheidend. So ist der Wachstumsrückgang 2018 vor allem auf den Außenhandel zurückzuführen. Da China rund ein Drittel zum Wachstum der Weltwirtschaft beiträgt, ist die Furcht vor einer chinesischen Konjunkturabkühlung für die Weltwirtschaft und speziell für die Euro-Zone durchaus nachvollziehbar. Grundsätzlich könnte sich in der Euro-Zone eine Zinsentwicklung wie in Japan entwickeln, wenn die aktuellen globalen Risiken zum großen Teil eintreten würden.

Daher sollte die aktuelle konjunkturelle Lage nicht als Indiz für eine bevorstehende Krise gesehen werden – auch wenn es aktuell noch unsicher ist, ob die Euro-Zone einen soft-patch oder vielleicht doch einen stärkeren konjunkturellen Abschwung erleben sollte. Aktuell trübt sich die Weltkonjunktur nicht aufgrund von globalen Themen ein, zu denen ein Handelskrieg und ein abnehmender globaler Offenheitsgrad gehören. Allerdings ist es wieder einmal China, dessen Konjunkturentwicklung Sorge bereitet. Ähnliches gilt für das Auslaufen der US-Steereffekte im nächsten Jahr. Doch auch wenn das chinesische Wachstumsmodell infolge einer hohen Investitionsquote in Kombination mit der immensen Verschuldung an seine Grenzen gelangt, ist die Gefahr eines kurzfristigen Einbruchs aufgrund des Handelsspielraums und -drucks der chinesischen Regierung nicht überzubewerten.

Mittelfristig nachhaltig steigende Zinsen sind trotzdem nicht zu erwarten. Die letzten Jahre haben gezeigt, dass selbst bei guter Konjunkturentwicklung kein Raum für steigende Zinsen im Euro-Raum bleibt: Hohe Schuldenquoten, ein nicht ausreichendes

Nachfragewachstum in der Realwirtschaft und eine daraus folgende niedrige Inflation lassen keine geldpolitische Straffung zu. In einem Umfeld, in dem strukturell niedrige Zinsen notwendig sind, orientieren sich konjunkturelle Auf- und Abschwünge entlang einer stagnierenden Geldpolitik: Mit jedem Abschwung oder jeder moderaten Konjunkturverlangsamung erübrigen sich jegliche Normalisierungsanstrengungen. Doch eigentlich ist dies nicht ganz zutreffend. Denn Normalisierung setzt voraus, dass die Zinsen aktuell nicht normal sind. Und genau hier mag der Denkfehler liegen. Die aktuelle Geldpolitik ist die neue Normalität und kein auf historischen Daten basierender neutraler Zinssatz. So bringen konjunkturelle Eintrübungen – wie aktuell – die Zinserwartungen zurück auf den Boden der Tatsachen, was sich in einer weiteren Verflachung der Zinskurve durchaus ähnlich wie in Japan manifestieren sollte. Und die letzten Jahre haben gezeigt, dass die EZB sich selbst nach Jahren der konjunkturellen Erholung nicht in der Lage sieht, die Zinsen auch nur ansatzweise anzuheben. Es wiederholt sich aktuell, was auch im Jahr 2015 passierte und was mit jeder konjunkturellen Abkühlung folgen wird: ein Reset der Erwartungen und eine erneute Verschiebung nachhaltiger Zinsanhebungen in weite Ferne.

Fazit: Es ist in erster Linie nicht der aktuelle konjunkturelle Abschwung, der die EZB an einer „Normalisierung“ ihrer Zinspolitik hindert. Vielmehr schränken die hohen Schuldenquoten und die daraus folgende fundamentale schwache Nachfragedynamik in der Euro-Zone den geldpolitischen Handlungsspielraum der EZB ein und führen zu strukturell niedrigen Zinsen. Selbst der zuletzt mehrjährige Konjunkturaufschwung in der Euro-Zone konnte keinen Raum für nachhaltig steigende Zinserwartungen schaffen, die einer kurzfristigen Konjunkturertrübungen widerstehen könnten. Aktuell ist diese Entwicklung an der deutschen Zinskurve ablesbar, die sich wie in den Jahren 2015 und 2016 deutlich verflacht hat und somit mehr und mehr der japanischen Zinskurve gleicht.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht haftet.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

27. Februar 2019
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz