

# Barometer

## Konjunktur- und Zinsperspektiven

### Volkswirtschaft und Research IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Klaus Bauknecht  
Chefvolkswirt  
+49 211 8221 4118  
[Klausdieter.Bauknecht@ikb.de](mailto:Klausdieter.Bauknecht@ikb.de)

Dr. Carolin Vogt  
+49 211 8221 4492  
[Carolin.Vogt@ikb.de](mailto:Carolin.Vogt@ikb.de)

Ralf Heidrich  
[Ralf.Heidrich@ikb.de](mailto:Ralf.Heidrich@ikb.de)

Eugenia Wiebe  
[Eugenia.Wiebe@ikb.de](mailto:Eugenia.Wiebe@ikb.de)

### **Deutsche Konjunktur: Stabilisierungssignale häufen sich – mehr aber auch nicht** **2**

Noch keine Entwarnung für die deutsche Industrie • Sondereffekte belasteten zudem • Automobilindustrie mit deutlichem Einbruch • Stimmung stabilisiert sich im Oktober weiter • Insbesondere hellt sie sich seit Monaten deutlich im Automobilbereich auf

### **Kapitalmärkte: Draghis Ära ist beendet, die geldpolitische Ausrichtung der EZB bleibt hingegen unverändert** **4**

Die EZB verfehlt seit Jahren ihr Inflationsziel • Daher: Nicht wegen Draghi sondern wegen des Umfelds ist die EZB-Geldpolitik so expansiv • Draghi verfügte über starke Glaubwürdigkeit bei den Märkten • Forward Guidance war sehr effektiv • Die neue EZB-Präsidentin muss sich Glaubwürdigkeit erst erarbeiten • Die grundsätzliche EZB-Ausrichtung bleibt unverändert

### **Deutsche Staatsfinanzen: Geringere Steuerlast wichtiger als schwarze Null** **6**

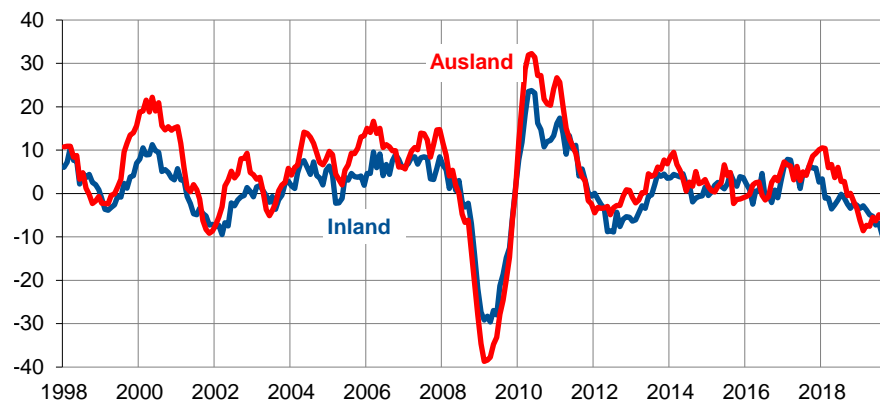
Internationaler Wettbewerb um Investitionen lässt Unternehmenssteuern sinken • Aber auch effiziente Ausgabenpolitik des Staates ist als Investitionsanreiz wichtig • Deutschlands Ausgabenpolitik ist dabei nicht effizienter als die anderer Länder • Aktuelle Zinseinsparungen bei gleichzeitig steigender Steuerlast schaffen Anreize für staatliche Ineffizienz

### **Türkei: Beispiel für eine wirtschaftspolitische Irrfahrt** **8**

Strukturelles Leistungsbilanzdefizit der Türkei benötigt zur Finanzierung Auslandskapital • Hierfür ist Investorenvertrauen erforderlich • Zudem werden durch Zinssenkungen der Notenbank Renditen unattraktiv • Die aktuelle Wirtschafts-, Geld- und Außenpolitik verschärfen eher die Probleme, als dass sie sie beseitigen

## Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat



### IKB-Prognose 2019

Reale Veränderung in %,  
saison- und kalenderbereinigt

#### BIP-Wachstum

Deutschland	0,6
Euro-Zone	1,1
UK	0,9
USA	2,3
Japan	1,0
China	6,2

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

## Deutsche Konjunktur: Stabilisierungssignale häufen sich – ...

### Deutsche Industrie – immer noch keine Entwarnung?

Die Stimmung in der deutschen Wirtschaft und insbesondere in den konjunktursensitiven Industriebranchen bleibt verhalten. So befindet sich der Einkaufsmanagerindex (PMI) weiterhin tief im Rezessionsbereich – auch wenn jüngst eine Seitwärtsbewegung zu erkennen war. Zudem befindet er sich deutlich unter dem europäischen Durchschnitt. Viele Themen tragen aktuell zu dieser Entwicklung bei: eine konjunkturelle Eintrübung in Kombination mit anhaltenden Unsicherheiten ermöglichen viel Raum für negative Stimmung. Auch herrscht weiterhin wenig Klarheit über wichtige Themen wie Brexit oder globale Handelsbeziehungen.

Doch es ist nicht nur die globale Konjunkturverlangsamung, die die Stimmung in der deutschen Industrie belastet. Denn im Vergleich zu anderen Ländern mit ebenfalls hohem Industrieanteil wie Japan und Südkorea verläuft die Industrieproduktion in Deutschland besonders schlecht. Zudem scheinen diese Länder ihre Schwächephase bereits überwunden zu haben. Für die deutsche Industrie ist diese Erholung dagegen noch nicht klar auszumachen.

### Automobilindustrie und Pharma mit besonders starken Produktionseinbußen 2019

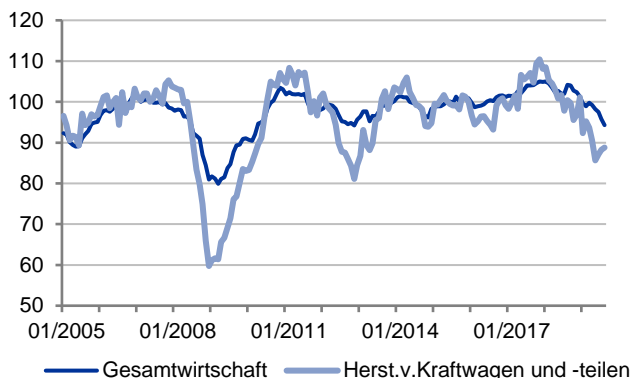
Eine Ursache ist die relativ hohe Gewichtung der deutschen Automobilindustrie an der gesamten Industrieproduktion Deutschlands. Im Gegensatz zu vorigen Zyklen mit weniger Belastungen in der Automobilindustrie weist sie von Januar bis August 2019 den höchsten prozentualen Produktionsrückgang aller bedeutenden deutschen Industriebranchen auf. Allerdings ist es gerade die Stimmung in der Automobilindustrie, die sich zu drehen scheint. So steigt der ifo Index für die Automobilindustrie nun schon seit fünf Monaten an und das sogar relativ deutlich. Im Oktober verbesserte sich das Klima um fast zwei Punkte auf 92,8 Zähler.

Besonders schwach verlief im laufenden Jahr zudem die Chemie- und Pharmaindustrie. Hierbei handelt es sich allerdings um einen Sondereffekt im Pharmabereich, der die erfolgreiche Einführung eines Medikaments im Jahr 2018 betraf. 2019 kam es dann zu dem deutlichen Rückpralleffekt, weil das Medikament nach erfolgreicher Anwendung weniger benötigt wurde. Damit sollte sich diese Branche im weiteren Verlauf stabilisieren, und der aktuelle Rückgang von über 8 % stellt sich als klar überzeichnet dar. Für die Chemiebranche alleine ergaben sich für den Zeitraum Januar bis August im Vergleich zum

**Einschätzung:** Für die deutsche Industrieproduktion ist noch immer keine klare Bodenbildung zu erkennen, und sie hinkt dem internationalen Verlauf inzwischen deutlich hinterher. Die Hauptursache für diese Entwicklung ist der deutliche Einbruch der deutschen Automobilindustrie. Allerdings deutet sich hier zunehmend eine Stabilisierung an, was der ifo Index für die Automobilindustrie nun schon länger signalisiert.

... mehr aber auch nicht

**ifo Geschäftsklima, Deutschland 2015 = 100**



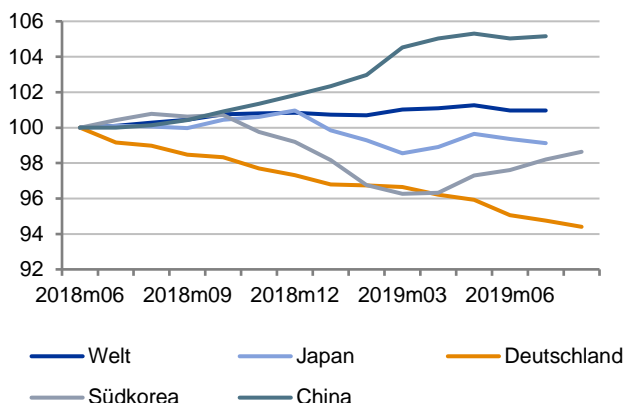
Quelle: ifo



**ifo Geschäftsklima stabilisiert sich**

Das ifo Geschäftsklima hat sich im Oktober nach der leichten Verbesserung im Vormonat weiter stabilisiert und notiert aktuell bei 94,6 Punkten. Dabei hat sich die Beurteilung der aktuellen Lage nach der deutlichen Aufhellung im September verschlechtert. Die Geschäftsperspektiven wurden dagegen erfreulicherweise wieder etwas besser eingeschätzt. Zudem konnte der Abwärtstrend des Geschäftsklimas in der deutschen Industrie gestoppt werden. Der Index stieg. Dies war auf merklich weniger pessimistische Erwartungen der Industriefirmen zurückzuführen. Die aktuelle Lage schätzten sie aber etwas schlechter ein.

**Industrieproduktion; Juni 2018 = 100**



Quelle: CPB; EIU

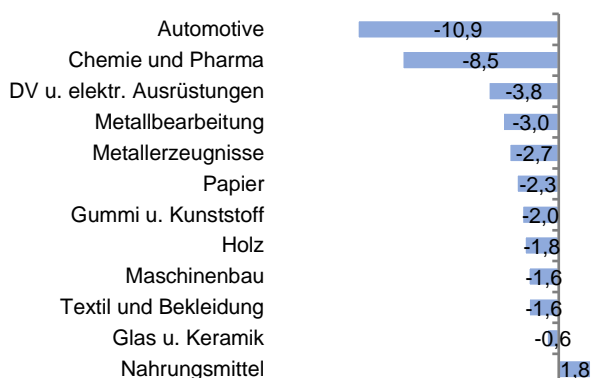


Das ifo Geschäftsklima für Oktober gibt eine erste Andeutung über den BIP-Wachstumsverlauf für das erste Quartal 2020. Eine Stabilisierung des Index in den verbleibenden Monaten von 2019 würde auf ein BIP-Wachstum von 0,3 % im ersten Quartal 2020 hindeuten. Während die Unsicherheit über das 3. und 4. Quartal 2019 hoch bleibt, und ein BIP-Rückgang in einem der beiden Quartale nicht auszuschließen ist, festigt das aktuelle ifo Geschäftsklima die Erwartung einer Wachstumsbeschleunigung im ersten Quartal 2020.

Die deutsche Industrieproduktion zeigt immer noch keine klare Bodenbildung, während andere Industrienationen bereits Erholungstendenzen aufweisen. Aber auch für die deutsche Industrie häufen sich die Signale für eine Stabilisierung. Neben dem Sondereffekt im Pharmabereich, der sich auflösen sollte, signalisiert die Stimmungsaufhellung der deutschen Automobilindustrie eine Stabilisierung.

**Deutsche Industrieproduktion; Jan. – Aug. 2019**

Veränderung zum entsprechenden Vorjahreszeitraum in %



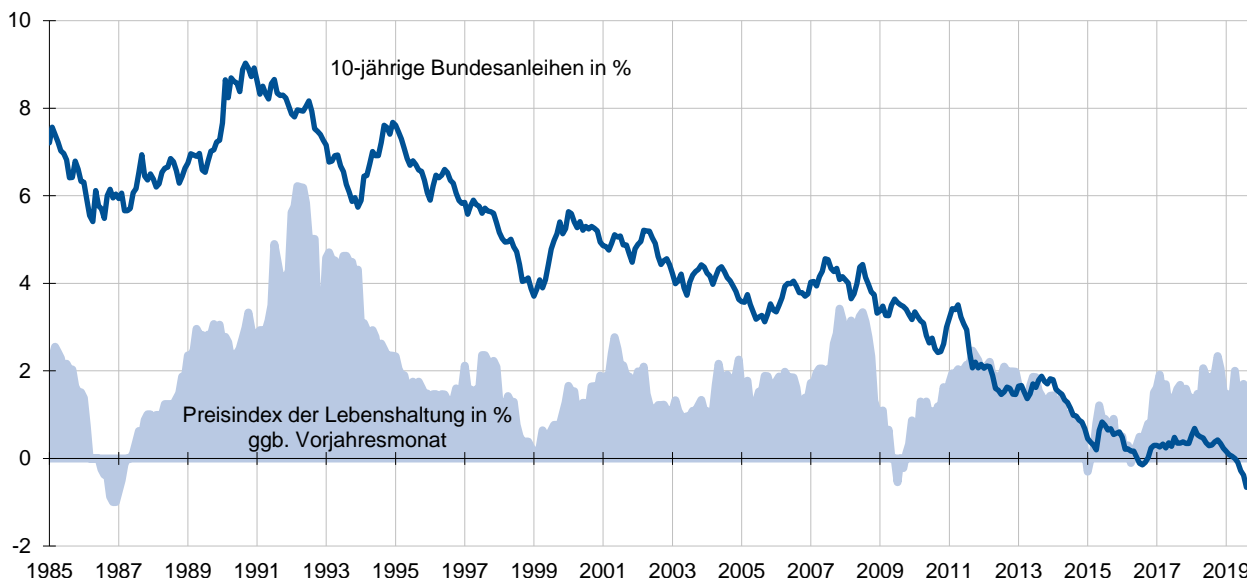
Quelle: Statistisches Bundesamt



Für Deutschland bestätigt die IKB ihre BIP-Wachstumsprognose von 0,6 % für 2019 und 1,1 % für 2020. Dabei ist das Prognoserisiko zwar ausgeglichen, aber hoch. Aufgrund bekannter Unsicherheiten wie Brexit und Handelskonflikte kann sich die erwartete Belebung deutlich länger hinziehen und damit den Ausblick für das Jahr 2020 stark belasten, insbesondere wenn sich Risiken realisieren. Sollten sich die Unsicherheiten allerdings überraschend schnell auflösen, könnte die globale und insbesondere die deutsche Konjunktur positiv überraschen 2020 und ein deutlich stärkeres Wachstum zeigen.

Dr. Carolin Vogt, [Carolin.Vogt@ikb.de](mailto:Carolin.Vogt@ikb.de)

**Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %**

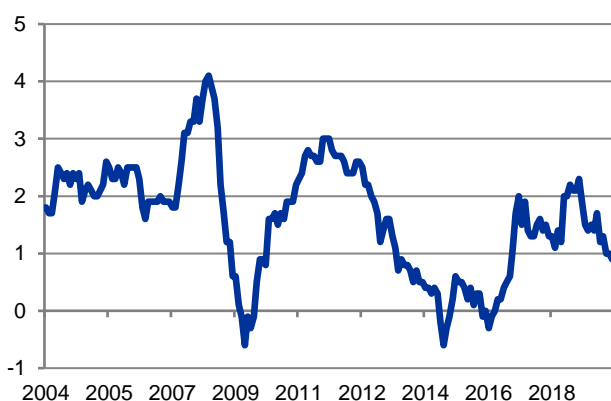


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



**Kapitalmärkte: Draghis Ära ist beendet, ...**

**Euro-Zone: Inflationsrate in %**



Quelle: Eurostat

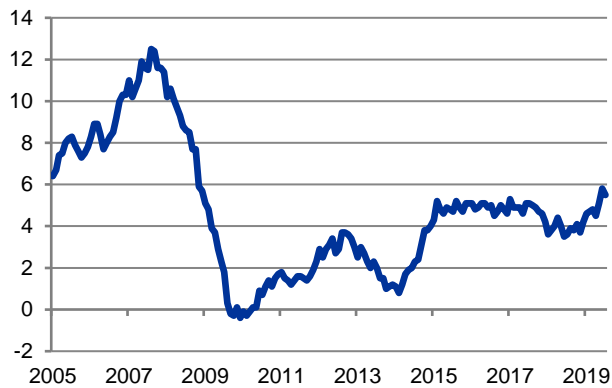


Während viele Kommentatoren dazu tendieren, die EZB-Politik unter Draghi als zu aggressiv einzuschätzen, sind die Fakten über den geldpolitischen Erfolg eher ernüchternd. Die EZB ist ihrem geldpolitischen Ziel einer Inflationsrate von knapp unter 2 % in den letzten Jahren nicht entscheidend nähergekommen. Auch zeigt das Geldmengenwachstum trotz jahrelang negativer Zinsen immer noch keinen überzeugenden Anstieg. Die Möglichkeit solch einer Entwicklung wird oftmals als Gefahr eingeschätzt. Doch sollte die Geldmenge in der Tat deutlich zulegen, würde dies eher einen Erfolg als eine Gefahr der EZB-Politik darstellen. Die Nachfrage nach Geld wäre dann

Ausreichend dynamisch, um Raum für steigende Zinsen und damit für eine klassische Geldpolitik zu schaffen. Jahrzehntlang wurde das Inflations-Targeting der EZB als Anker für Erwartungen gelobt und die Geldpolitik fokussierte sich auf das Erreichen dieses Ziels. Mit anhaltend negativen Zinsen, die gefährlich nah an ein Niveau kommen, das kontraproduktiv für die Geldpolitik werden könnte, ist diese Sichtweise nur noch langfristig zu vertreten. Sollte das EZB-Inflationsziel aus Gründen der Glaubwürdigkeit deshalb nach unten angepasst werden? Wäre eine Abkehr von negativen Zinsen gewollt, wäre dies aktuell sicherlich nötig. Eine Abkehr von negativen Zinsen würde allerdings Konjunktur und Wachstum weiter belasten, sodass eine Senkung des Ziels nur kurzfristig helfen würde. Es ist auch nicht klar, warum durch eine Senkung des Inflationsziels das Geldmengenwachstum steigen sollte. Entscheidender ist, alles daran zu setzen, dass Inflation und insbesondere die Konjunktur robust bleiben oder sich sogar überhitzen, um damit die Grundlage für nachhaltig steigende Zinsen zu schaffen. Mehr geldpolitische Lockerungsmaßnahmen und nicht weniger sind hierfür notwendig. Dies war der EZB-Ansatz unter Draghi, und so sollte es auch bei dessen Nachfolgerin bleiben.

... die geldpolitische Ausrichtung der EZB bleibt hingegen unverändert

**Euro-Zone: M3-Geldmengenwachstum in % yoy**

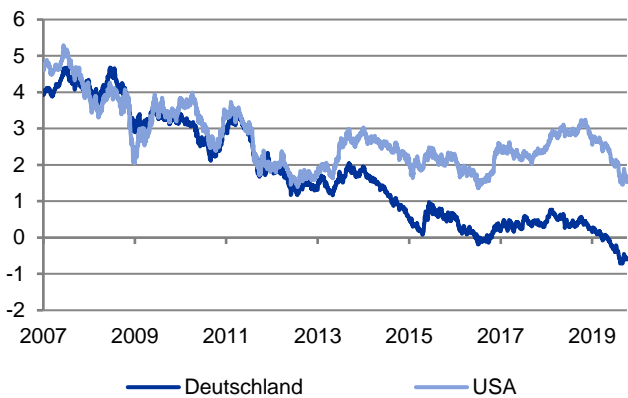


Quelle: Bloomberg



Aktuell wird viel darüber spekuliert, wie sich die EZB-Geldpolitik mit Christine Lagarde verändern könnte. Hierzu sei erwähnt, dass die Geldpolitik der EZB in erster Linie durch Inflationperspektiven, Wachstumsaussichten und Geldmengenwachstum bzw. das Inflationsziel bestimmt wird und nicht durch eine einzelne Person. Die EZB hat die Aufgabe Preisstabilität zu gewährleisten und dabei alle Risiken zu berücksichtigen. Die EZB-Geldpolitik ist nicht wegen Draghi expansiv, sondern weil die europäische Notenbank seit Jahren ihr Inflationsziel nicht erreicht. Die Geldmenge wächst nicht ausreichend, und die Verschuldung belastet die effektive Nachfrage, was jeglichen Preisdruck dämpft. An der grundsätzlichen Ausrichtung der EZB sollte bzw. darf sich deshalb nichts ändern.

**10-Jahres-Renditen: US-Treasuries und Bunds in %**



Quelle: Bloomberg



Was zu Beginn der Amtszeit der neuen Präsidentin ein Thema werden könnte, ist die Frage inwieweit sie die Finanzmärkte überzeugen bzw. beeinflussen kann. Draghi verfügte nicht zuletzt wegen seiner historischen Rolle als Noten- und Investmentbanker über eine starke Glaubwürdigkeit im Markt. Diese hat sich über Jahre und insbesondere in Folge seiner vorausschauenden Geldpolitik noch verstärkt. Unter Draghi wurde die EZB als Notenbank wahrgenommen, die sich nicht scheut, großangelegte geldpolitische Maßnahmen umzusetzen. Es war nicht die Politik der graduellen Veränderung, die oftmals Notenbanken charakterisiert, sondern die Politik der klaren Worte. Diese Einschätzung muss sich bei Draghis Nachfolgerin erst noch entwickeln.

**Italienische Risikoprämien in bp**

Aufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen



Quelle: Bloomberg



Unter Draghi waren die Kommunikation zwischen EZB und dem Markt sowie der Einfluss der Forward Guidance sehr effektiv. Diese Effektivität dürfte sich mit Lagarde zunächst abschwächen, bzw. der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik dürfte etwas an Geschwindigkeit verlieren. Es wird eher das Handeln der EZB sein als die Absichtserklärungen von Lagarde, was die Märkte in den nächsten Monaten primär treiben wird. Die Herausforderung für Christine Lagarde wird sein, eine ähnliche Glaubwürdigkeit im Markt aufzubauen wie Draghi. Es mag erst eine kontroverse geldpolitische Maßnahme benötigen, bevor sie hierfür die Möglichkeit bekommt.

Dr. Klaus Bauknecht, [Klausdieter.Bauknecht@ikb.de](mailto:Klausdieter.Bauknecht@ikb.de)

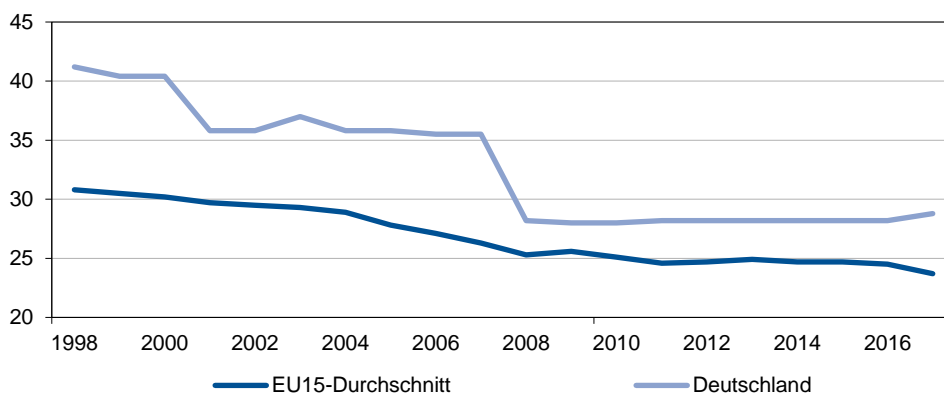
## Deutsche Staatsfinanzen: Geringere Steuerlast wichtiger als schwarze Null

### Fehlende staatliche Autonomie über Unternehmenssteuern?

Aufgrund der Liberalisierung der Finanzmärkte während der letzten Jahrzehnte kann sich Vermögen relativ frei bewegen: Ob es sich um ausländische Direktinvestitionen (FDI) oder Finanzinvestitionen handelt, die Suche von Unternehmen sowie Finanzinvestoren nach Rendite führte infolge des weltweiten Abbaus von Kapitalkontrollen zu einer Globalisierung von Investitionsentscheidungen. Dies hat viele Länder dazu gezwungen, ihre Wirtschaft international auszurichten, was niedrigere Zölle, Investitionen in die Infrastruktur, Reduzierung von bürokratischen Hürden und auch oftmals einen Machtverlust von Gewerkschaften mit sich brachte. Auch die Steuerpolitik wurde ein wichtiges Instrument zur Verbesserung der Standorteinschätzung, vor allem im Hinblick auf realwirtschaftliche Investitionsentscheidungen.

**Durch den zunehmenden internationalen Wettbewerb um Investitionen scheint sich der Einfluss des Staates auf die Besteuerung von Unternehmensgewinnen zu reduzieren.** So wird eine Steuersenkung durch ein einzelnes Land oftmals als unfairer Wettbewerb gesehen, der zu ähnlichen Reaktionen anderer Länder führt und zu einem „race to the bottom“ der länderspezifischen Unternehmenssteuern führen kann. Dieser Wettbewerbsdruck ist im historischen Vergleich der Unternehmenssteuer erkennbar. In den meisten OECD-Ländern ist sie in den letzten Jahrzehnten deutlich gesunken. Konsum- und persönliche Einkommensteuern hingegen werden von der Globalisierung weniger beeinflusst. So ist der Staat oftmals gezwungen, fehlende Einnahmen in Folge einer durch den globalen Wettbewerb induzierten Senkung der Unternehmenssteuer aus diesen Steuerquellen zu finanzieren. Das ist sicherlich auch ein Grund, warum gerade die Konsum- oder Mehrwertsteuer als Einnahmequelle tendenziell an Bedeutung gewonnen haben.

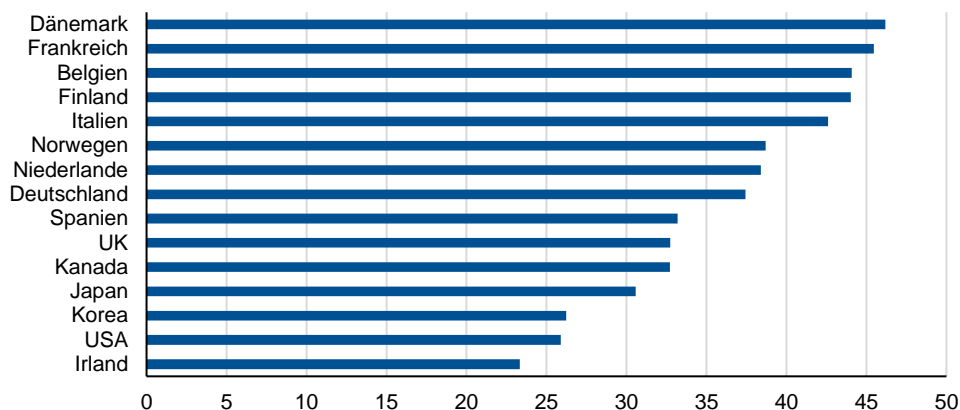
Abb. 1: Effektive Gewinnsteuersätze in %



Quelle: Europäische Kommission

Die Vermeidung eines Steuerwettbewerbs lässt sich weniger zwischen Staaten vereinbaren. Solche Abkommen sind zum einen selten effektiv und zum anderen reduzieren sie den Handlungsspielraum der Staaten weiter und bestätigen die Kritik, die Staaten hätten aufgrund der Globalisierung ihren Handlungsspielraum verloren und seien zum Spielball globaler Märkte geworden. Doch eher ist das Gegenteil der Fall. Denn ein internationaler Steuerwettbewerb zwingt den Staat, andere Wettbewerbs- bzw. Standortvorteile zu entwickeln. Ist der Staat zum Beispiel erfolgreich, einer höheren Unternehmenssteuer durch eine effizientere Anwendung der Ausgaben in Infrastruktur und Bildung entgegen zu wirken, kann sich der Handlungsspielraum der Steuerpolitik sogar erhöhen. Denn der Wettbewerbsverlust durch eine höhere Steuerquote wird durch Verbesserungen anderer Wettbewerbsfaktoren ausgeglichen, was dem Staat Handlungsspielraum in der Steuerpolitik erschließt. Zur Beurteilung von Wettbewerbsverlusten in Folge eines Anstiegs der allgemeinen bzw. Gewinnsteuerlast muss demnach die Effizienz des Staates ebenso wie die Nutzung der höheren Steuereinnahmen berücksichtigt werden. **So mag zwar eine höhere Unternehmenssteuer isoliert betrachtet einen Wettbewerbsnachteil bedeuten. Entscheidend ist jedoch, wie effizient und produktiv höhere Steuern zur Förderung anderer wettbewerbsbestimmender Faktoren genutzt werden.**

Abb. 2: Steuerlast ausgewählter OECD-Länder; Steuereinnahmen in % des BIP

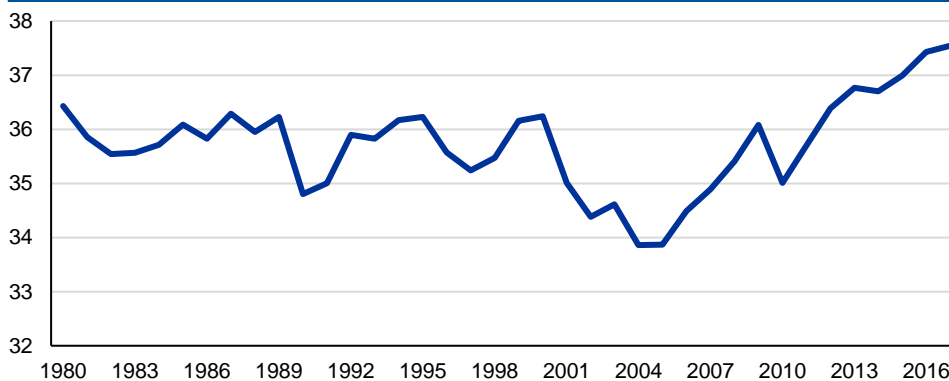


Quelle: OECD

### Nicht die Schuldenquote, sondern die Steuerlast sollte im Fokus stehen

Trotz hohen Wirtschaftswachstums und sinkender Zinsen ist die effektive Steuerlast in Deutschland vor allem in den letzten Jahren angestiegen. Ausgabensenkungen, insbesondere infolge von geringeren Zinszahlungen, haben nicht zu einer niedrigeren Steuerlast geführt, sondern zum beschleunigten Abbau der Schuldenquote. Dabei wirkt sich eine höhere Steuerlast negativer auf das Wirtschaftswachstum aus, als ein relativ hohes Haushaltsdefizit des Staates. Dies gilt vor allem in einem Niedrigzinsumfeld. Denn die Besorgnis ein höheres Defizit treibe die Zinsen nach oben und bringe Verdrängungseffekte bei Investitionen mit sich, ist unbegründet. Die Staatsschuldenquoten sind über Jahre deutlich angestiegen, während die Zinsen gefallen sind. Ein Verdrängungseffekt existiert nicht, weil die Geldmenge nicht begrenzt ist, sodass ein stärkerer staatlicher Konsum nicht zwangsläufig das für Investitionen zur Verfügung stehende Kapital reduziert. Schließlich wird die Geldmenge durch die Kreditnachfrage bzw. die Notenbank bestimmt. Gerade angesichts niedriger Zinsen sollte die Steuerlast reduziert und durch Mittelaufnahme des Staates am Kapitalmarkt gegenfinanziert werden, um Wachstumsimpulse zu liefern. **Die Belastung der Realwirtschaft durch Steuern sollte dann durch die großzügige Bereitstellung von Geld durch den Kapitalmarkt reduziert werden.**

Abb. 3: Deutschland: Effektive Steuerlast; Steuereinnahmen in % zum BIP



Quelle: OECD

Eine Senkung der allgemeinen Steuerlast und insbesondere der Unternehmensteuer hat einen positiven Einfluss auf das Wirtschaftswachstum. Dies bestätigt eine große Anzahl von Studien. Ein größeres staatliches Haushaltsdefizit hat hingegen keinen bedeutenden negativen Einfluss – solange die Schuldentragfähigkeit gegeben ist. Dies ist aufgrund der niedrigen bzw. negativen Zinsen in Deutschland der Fall. **Eine Umschichtung der Zinersparnisse vom Defizit zu einer niedrigeren Steuerlast hat somit klar positive Wachstumsimpulse und stärkt die Wettbewerbsfähigkeit des Standorts Deutschland.** Dies gilt vor allem, weil Zinersparnisse nicht für Investitionen genutzt werden, die Wettbewerbsnachteilen aus einer höheren Steuerlast effektiv entgegenwirken könnten. **Nicht die schwarze Null muss im Fokus der Politik stehen, sondern die Effizienz des Staates bzw. eine möglichst geringe Steuerquote.**

Eine IKB-Analyse bestätigt **eine positive Beziehung zwischen der Reduzierung der allgemeinen Steuerlast und dem BIP-Wachstum bei 15 OECD-Ländern**. Dabei unterscheidet sich die Effizienz des deutschen Staats nicht bedeutend von der anderer OECD-Länder. Denn es gibt keine bedeutenden Unterschiede im Ausmaß des Einflusses der Steuerquote auf das BIP-Wachstum bei den untersuchten Ländern. So kann nicht argumentiert werden, dass der Nachteil einer relativ hohen Steuerlast in Deutschland durch eine effizientere Verwendung der Ausgaben teilweise kompensiert wird. Dies bestärkt das Argument, **die Abkehr von der schwarzen Null sei durch Senkung der Steuerlast zu erfolgen und nicht durch höhere Ausgaben**.

### Effizienz der Staatsausgaben durch mehr öffentlichen Wohnungsbau steigern

Die Zinszahlungen des deutschen Staates sind infolge sinkender Renditen deutlich zurückgegangen. Der Staat hat im Jahr 2018 rund 35 Mrd. € weniger Zinsen gezahlt als dies vor der Finanzkrise (2007) der Fall war. Insgesamt ist die Zinslast um 1,8 Prozentpunkte von 2,7 % des BIP im Jahr 2007 auf 0,9 % im Jahr 2018 gesunken. Dieser Rückgang ist ein Mitnahmeeffekt, der aus der Geldpolitik resultiert, und er stellt eine bedeutende Umverteilung vom Privatsektor an den Staat dar. Außerdem ist bei einer effektiven Zinsrate von um oder unter 0 % selbst bei moderatem Wachstum eine Senkung der Schuldenquote trotz eines Primärdefizits erreichbar. Die Schuldenquote würde nur langsamer sinken. Dies stellt allerdings bei einem anhaltend niedrigen Zinsniveau keine Herausforderung für die Zukunft dar. Im Gegenteil: Durch die Stützung der Wirtschaft in Form einer sinkenden Steuerquote bzw. eines effizienteren Staates wird der Wettbewerbsstandort und damit auch das langfristige Wachstumspotenzial gestärkt, was die Schuldenquote nachhaltig sinken lässt.

Investitionen machen nur rund 5 % der Staatsausgaben aus, während soziale Transferzahlungen und Sachleistungen sich auf über 50 % belaufen. In diesem Umfeld wird der staatliche Wohnungsbau vor allem als Instrument der Sozialpolitik gesehen und weniger als Wettbewerbsfaktor für den Standort Deutschland. **Dabei entwickelt sich der Wohnraum in einigen Ballungszentren mehr und mehr zu einem Wettbewerbsnachteil, da er die Attraktivität des Standorts Deutschland für Fachkräfte belastet. Auch stellt er zunehmend den gesellschaftlichen Zusammenhalt in den Städten infrage und schürt befremdliche Gedanken wie die Einführung eines durch den Staat durch Behörden bestimmten Mietpreises.** Generell haben die gegenwärtig praktizierten Lösungsansätze primär Verteilungseffekte im Fokus, da sie das Problem relativ eng und im sozialen Kontext betrachten – als staatliche Unterstützung der unteren Einkommensschicht. Doch das Thema sollte angesichts der Implikationen für den Wettbewerbsstandort Deutschland deutlich breiter gesehen werden.

Es fehlt an einer breit angelegten Angebotsausweitung von öffentlichem Wohnraum. Eine deutliche Ausweitung von staatlichen Investitionsausgaben für Wohnraum erfordert bei einer Zinskurve, die fast bis zu 30 Jahre im negativen Bereich verharrt, sicherlich keine Steuererhöhungen sondern eine Kapitalmarktfinanzierung. Schließlich ist die Privatwirtschaft bereit, dem Staat nicht nur ausreichend Geld bereitzustellen, sondern dafür auch noch eine freiwillige Gebühr zu zahlen. Somit ist nicht einmal eine positive Rendite aus den Investitionen notwendig, um durch eine Kapitalmarktfinanzierung sogar eine positive Netto-Rendite zu erwirtschaften. Ein negativer Einfluss öffentlichen Wohnungsbaus auf den Staatshaushalt ist damit auszuschließen. Die Zinskurve (10-Jahres-Bundrenditen notieren aktuell bei ca. -0,6 %) schafft viel Raum für subventionierte Mietrenditen.

**Fazit:** Auch in einer globalisierten und damit im internationalen Wettbewerb stehenden Wirtschaft kann ein Staat das Niveau der Unternehmenssteuer beeinflussen. Allerdings ist eine besonders effektive Ausgabenpolitik erforderlich, um aus hohen Steuern resultierende Wettbewerbsnachteile auszugleichen. Die Ausgabenpolitik Deutschlands unterscheidet sich allerdings nur wenig von der anderer OECD-Länder und sie ist nicht sehr effizient. Damit kann die relativ hohe Steuerlast – im Allgemeinen und für Unternehmen – sehr wohl als Wettbewerbsnachteil für den Standort Deutschland gesehen werden.

Die massiven Zinseinsparungen des Staates schaffen aktuell bei gleichzeitig eher steigender Steuerlast gefährliche Anreize für staatliche Ineffizienz. Um die Vorteile der negativen Zinsen zu nutzen, sollte der Fokus auf wachstumsfördernde Ausgaben liegen. Dazu gehören deutlich höhere staatliche Investitionen in den Wohnungsbau, der sogar bei subventionierten Mieten eine ordentliche Rendite verspricht.

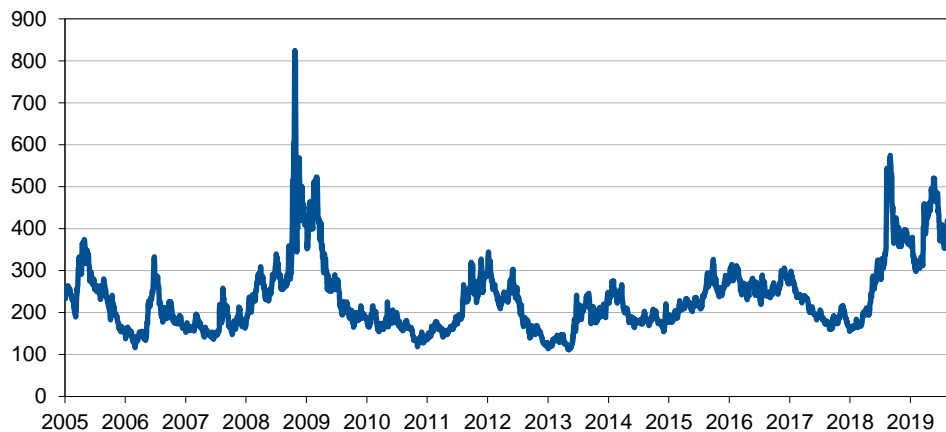


## Türkei: Beispiel für eine wirtschaftspolitische Irrfahrt?

### Einleitung

Die Türkei hat einen anhaltend hohen Bedarf an US-\$-Devisen – zum einen, um US-\$-Kredite zu refinanzieren und zum anderen, um das strukturelle Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren. Um das Leistungsbilanzdefizit zu decken, benötigt die Türkei ausländisches Kapital; hierfür muss das Land Investoren eine attraktive Rendite bieten. Die Innen- und Außenpolitik der Türkei treibt allerdings die Risikoprämien des Landes nach oben und schwächt das Potenzialwachstum. Was bedeuten die jüngsten Entwicklungen für die türkische Wirtschaft und damit für die mittelfristige Inflationsperspektive? Ist der nächste „blow-off“ der türkischen Lira unausweichlich?

Abb. 1: Credit Default Swaps Türkei in bp



Quelle: Bloomberg

### Aktuelle Konjunktur stabilisiert sich, aber ...

Die türkische Wirtschaft ist im ersten Quartal 2019 um 1,6 % im Vergleich zum Vorquartal gewachsen und im zweiten Quartal um 1,3 %. Der Konsum blieb allerdings schwach und die Investitionen lagen im zweiten Quartal 2019 um 22,8 % unter ihrem Vorjahresniveau. Die Importe waren infolge der schwachen Binnennachfrage rückläufig, während die schwache Lira die Exporte stützte. Damit konnte der Außenhandel in den abgelaufenen vier Quartalen einen positiven Wachstumsbeitrag liefern. Eine grundsätzliche strukturelle Verbesserung der Handelsbilanz ergibt sich daraus allerdings nicht. Denn es ist vor allem die inländische Rezession und die daraus resultierende schwache Binnennachfrage, die Importe dämpft und eine Verbesserung der Handelsbilanz bewirkt hat. Der aktuelle Konflikt mit Syrien hat hingegen bereits zu ersten Sanktionen geführt, welche den Export belasten dürften – ein Prozess, der sich bei unveränderter Außenpolitik sicherlich ausweiten sollte.

Die türkische Arbeitslosenquote lag im April 2019 bei 13,0 % und zeigt seit 2012 einen strukturellen Anstieg – ein klares Indiz eines sich aufbauenden Handlungsdrucks auf die türkische Regierung. Die Stabilisierung der Finanzlage nach der Lira-Abwertung und das Ende der Wahlperiode boten der türkischen Führung zwar die Chance, längst überfällige Strukturreformen wie Korruptionsbekämpfung und die Effizienzsteigerung staatlicher Institutionen in Angriff zu nehmen, um das Potenzialwachstum zu steigern und ein gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage sicher zu stellen. Der Fokus lag allerdings klar auf der Fortführung der Nachfragepolitik. Außenpolitische Risiken, mangelnde Reformbereitschaft aber auch mögliche innenpolitische Spannungen nicht zuletzt aufgrund der zunehmenden Arbeitslosigkeit belasten nach wie vor das Potenzialwachstum, was sich auch im aktuellen Einbruch der Investitionen dokumentiert.

2019 strebt die türkische Regierung ein Budgetdefizit von unter 3 % des BIP an. Dazu wären deutliche fiskalische Konsolidierungsanstrengungen notwendig, die nicht ersichtlich und nicht zu erwarten sind, denn seit Anfang des Jahres hat die Regierung eine deutlich expansivere Fiskalpolitik zur Stärkung der Binnennachfrage betrieben. Das nach IWF-Standard berechnete Primärbilanzdefizit, also die Einnahmen minus Ausgaben, ohne Zinszahlungen, lag 2018 bei 2,8 % des BIP – und damit auf dem höchsten Stand seit mehr als 10 Jahren. Das Haushaltsdefizit betrug laut IWF zuletzt 5 % des BIP, wobei der IWF die fiskalischen Kennzahlen um die nicht-wiederkehrenden Einnahmen bereinigt und daher die strukturellen Entwicklungen nachvollziehbar abbildet. Die Senkung der Mehrwertsteuer auf langlebige Konsumgüter wirkte sich positiv auf den privaten

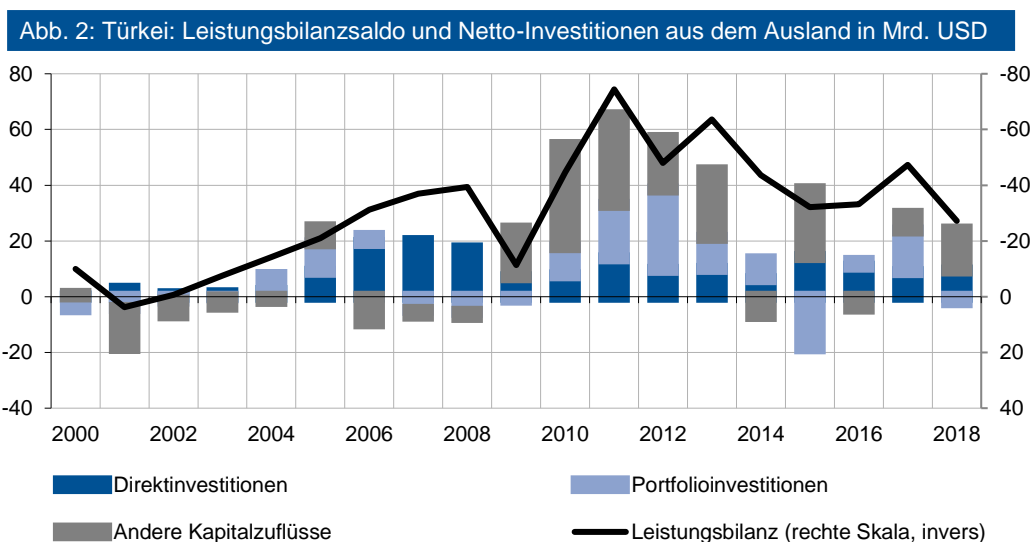
Verbrauch in der ersten Hälfte des Jahres 2019 aus. Eine kurzfristig weiter sinkende Inflationsrate und die sich damit stabilisierende Kaufkraft der türkischen Haushalte sollte diese Entwicklung weiter fördern.

Insgesamt scheint sich die Wirtschaft stabilisiert zu haben, und die meisten Konjunkturindikatoren erholen sich tendenziell von ihren zwischenzeitlichen Tiefständen. Deshalb ist auch in den kommenden Quartalen von einem moderaten BIP-Wachstum in der Türkei auszugehen. Für das Gesamtjahr 2019 ist jedoch aufgrund des starken statistischen Unterhangs von einer Schrumpfung der Wirtschaftsleistung um ca. 0,5 % auszugehen.

**... strukturelles Ungleichgewicht belastet den Ausblick für die Lira**

Mit sinkendem Potenzialwachstum bei gleichzeitig großer Binnennachfrage steigt das strukturelle Inflationsrisiko. Normalerweise würde der sich aufbauende Inflationsdruck durch das „Ventil“ der Handelsbilanz nachgeben. Bei fehlenden oder immer schwierigeren Finanzierungsbedingungen wird dies jedoch immer weniger möglich bzw. führt eher zu einer Abwertung der Lira und damit zu Inflation als zu mehr Importen und einem besseren Lebensstandard. Das Risiko steigt, dass die Inflation infolge des strukturellen Ungleichgewichts zulegt, da Fremdfinanzierungen oder Strukturreformen fehlen. Jüngste außenpolitische Entwicklungen erhöhen diese Gefahr eindeutig. Die Alternative wäre eine fundamentale Erhöhung der Zinsen, um eine Annäherung an das Gleichgewicht vor allem durch eine geringere Binnennachfrage zu erzielen. Diese Politik findet jedoch aktuell wenig Akzeptanz bei der türkischen Regierung – wie die jüngsten, überraschend deutlichen Zinssenkungen der Notenbank bestätigen.

Das Leistungsbilanzdefizit konnte von 2009 bis 2012 durch ausländische Portfolio-, Direktinvestitionen und andere Kapitalzuflüsse vollständig finanziert werden. Seit 2013 decken die Netto-Kapitalflüsse aber nicht mehr den Fehlbetrag der Leistungsbilanz, was zu einer Außenfinanzierungslücke und damit zu schrumpfenden Währungsreserven führte. Um die Währungsreserven beurteilen zu können, berechnet der IWF einen Angemessenheits-Index, der zwischen 100 % und 150 % liegen sollte. In der Türkei betrug diese Kennziffer im Jahr 2013 noch 101,6 %, sank aber seitdem tendenziell. Aktuell wird sie auf 75,0 % geschätzt. Die Netto-Devisenposition türkischer Unternehmen hat sich hingegen seit Ende 2017 bis Juni 2019 um 27,2 Mrd. US-\$ leicht verbessert. Mitte 2019 betrug sie jedoch immer noch 24,8 % des BIP. Der Anteil der Fremdwährungsverbindlichkeiten wird auf über 50 % geschätzt. Der kurzfristige Liquiditätsbedarf ist jedoch durch US-Dollar-Aktiva gedeckt. Auch die türkischen Großbanken scheinen über ausreichend US-Dollar-Aktiva zu verfügen, um die kurzfristigen Fremdwährungsverbindlichkeiten bedienen zu können. **Eine Liquiditäts- bzw. Abwertungs-krise ist demnach kurzfristig nicht zu erwarten.**



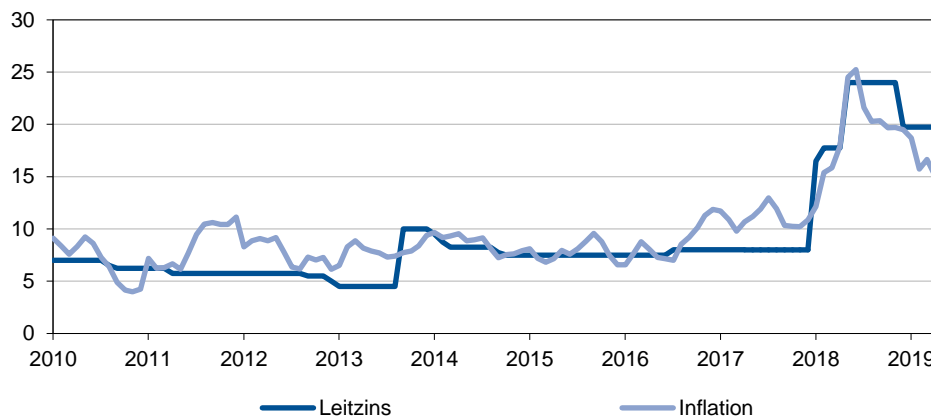
Es ist eher der mittelfristige wirtschaftliche Ausblick, der Grund für die Annahme eines anhaltenden Abwertungs- und Volatilitätsrisikos für die Lira liefert. Bezogen auf die Währungsreserven der Zentralbank ist der externe Finanzierungsbedarf der türkischen Wirtschaft einer der höchsten von Schwellenländern. Die Sicherung des jährlichen externen Finanzierungsbedarfes, der sich auf 25 % des BIP beläuft, wird weiterhin im Fokus der Devisenmärkte stehen, vor allem wenn die Reserven der Notenbank erneut abnehmen sollten. Deshalb müsste die Türkei eine „investorenfreundlichere“ Außenpolitik betreiben und sollte angebotsseitige

Reformen angehen, um langfristig das gesamtwirtschaftliche Ungleichgewicht aufzulösen und ein höheres Potenzialwachstum zu erreichen. Aktuell gibt es von der türkischen Wirtschaftspolitik wenig Unterstützung für die Türkische Lira. Wie lange die Geldpolitik der Notenbank die Währung durch hohe Zinsen stützen kann, bleibt abzuwarten. **Im Klartext: Die aktuelle relative Stabilität der Lira ist kein Indiz für eine fundamental stabile Währungsentwicklung.**

### Strukturell wären höhere Zinsen sinnvoll

Die türkische Zentralbank hat das seit 2012 geltende mittelfristige Inflationsziel von 5 % nie erreicht. In der gesamten letzten Dekade war die monetäre Ausrichtung der türkischen Zentralbank durch eine starke Priorisierung auf Wachstum geprägt, was zur Überhitzung der Volkswirtschaft geführt hat. Auch mündete die relativ lockere Geldpolitik in einem zeitweise abrupt sinkenden Außenwert der türkischen Währung, da es die internationale Attraktivität der türkischen Lira belastete. Dies erforderte wiederum abrupte Zinsanhebungen, was auch jüngst der Fall war. Doch abgesehen von solchen einzelnen Maßnahmen wurde der reale Leitzins nahe der Null-Schwelle oder darunter gehalten. Im Zeitraum zwischen 2011 und 2017 lag der reale durchschnittliche Leitzins in der Türkei bei rund -1,4 %, während er in vergleichbaren Schwellenländern wie Südafrika, Brasilien, Mexiko und Russland im Durchschnitt 1,7 % betrug. Auch zwischen Dezember 2016 und Mitte 2018 war der reale Leitzins in der Türkei durchgehend negativ und lag im Durchschnitt sogar bei -2,9 %.

Abb. 3: Inflation und Leitzins der Türkei in %



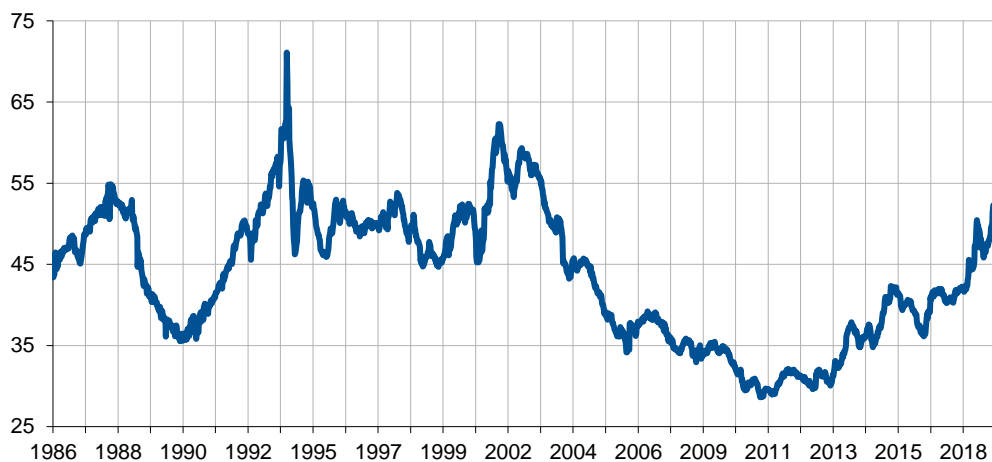
Quelle: Bloomberg

Eine Folge der negativen bzw. relativ niedrigen Zinsen ist die hohe Fremdwährungsverschuldung der Türkei. Anstatt ausreichend hohe lokale Zinsen sicherzustellen, bei denen ausländische Anleger bereit sind, das Währungsrisiko der Lira zu tragen, trägt die türkische Wirtschaft dieses Risiko aufgrund ihrer hohen Fremdwährungsverbindlichkeiten selbst. Die lokalen Kapitalmärkte wurden mit relativ „billigem“ Fremdkapital umgangen und auf diese Weise subventioniert. Eine höhere Fremdverschuldung ermöglicht zwar die kurzfristige Finanzierung des Defizites, aber ein Gleichgewicht wird durch „künstlich“ niedrige Zinsen nicht erreicht.

Der strukturell niedrige Zinssatz hat zu einer erhöhten Dollar-Fremdwährungsanteil an den inländischen Einlagen geführt. Die Dollarquote der Bankeinlagen ist von durchschnittlichen 31,3 % in der ersten Jahreshälfte 2013 auf über 53 % im Juni 2019 gestiegen. Die zuständige Behörde hat eine Reihe von punktuellen Maßnahmen umgesetzt, um der voranschreitenden Dollarquote entgegenzuwirken. Diese beinhalten einen höheren Mindestreservesatz für Fremdwährungskredite über alle Laufzeiten und eine niedrigere Verzinsung von Fremdwährungseinlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank. Des Weiteren wurde Unternehmen ohne Währungsumsätze verboten, Kredite in harter Währung aufzunehmen. Eine höhere Besteuerung der Zinserträge aus den Fremdwährungseinlagen sowie eine Konvertierungsteuer für physische Personen wurden ebenfalls eingeführt. Weitere Maßnahmen bis hin zu Kapitalkontrollen wären denkbar. Eine Lösung für die strukturellen Probleme stellen diese Maßnahmen allerdings nicht dar. **Benötigt werden höhere Zinsen, um die Attraktivität der Lira gegenüber lokalen wie internationalen Investoren zu verbessern. Grundsätzlich erforderlich wäre zudem ein höheres Potenzialwachstum, um das Ungleichgewicht, das sich durch hohen Inflationsdruck und ein zunehmendes Außenhandelsdefizit äußert, aufzulösen. Beides – höhere Zinsen und größeres Potenzialwachstum – scheint aber nicht im Fokus der Regierung zu stehen.**

Im August 2019 war der reale Leitzins einer der höchsten im Vergleich zu anderen Schwellenländern. Im September wurde der nominale Leitzins jedoch erneut um 325 Basispunkte und im Oktober mit 250 bp gesenkt. Eine weitere Senkung im Dezember ist zu erwarten. Der reale Leitzins dürfte am Ende des laufenden Jahres bei 3 % liegen und damit noch über dem Durchschnitt anderer großer Schwellenländer. Wie lange dies der Fall sein wird, ist jedoch fraglich. Laut dem neulich veröffentlichten Wirtschaftsprogramm strebt die Regierung ein reales jährliches BIP-Wachstum von 5 % für 2020 bis 2022 an. Die politischen Kosten einer restriktiven Geld- und Fiskalpolitik möchte die türkische Führung scheinbar nicht tragen. Die Konsequenz ist angesichts des Ungleichgewichts und der aktuellen Außenpolitik eindeutig: Steigende Inflation, eine abwertende Lira und eine sich aufbauende Zahlungsbilanzkrise. **Die IKB sieht die mittelfristige Entwicklung der türkischen Lira kritisch. Die Währung wird weiterhin tendenziell abwerten – vorübergehend unterbrochen durch Überreaktionen der Devisenmärkte.**

Abb. 4: Türkei: Anteil der Fremdwährungseinlagen an Gesamteinlagen in %



Quellen: Türkische Zentralbank; HSBC; IKB

**Fazit:** Die türkische Wirtschaft kennzeichnet ein starkes Ungleichgewicht, das sich im Leistungsbilanzdefizit niederschlägt – eine nicht untypische Entwicklung für Schwellenländer. Untypisch ist jedoch die Wirtschafts- und Geldpolitik, die das Ungleichgewicht befeuert, anstatt es aufzulösen. Hierzu gehört der Versuch die Zinsen niedrig zu halten und die Fiskalpolitik expansiver zu gestalten. Die steigende Dollarorientierung der Binnenwirtschaft, das strukturelle Leistungsbilanzdefizit sowie unattraktive Renditen aufgrund von steigenden Risikoprämien sind die Folge. Die aktuelle Innen- und Außenpolitik verschärft diese Entwicklung, reduziert das Potenzialwachstum und fördert die Gefahr einer Rückkehr zu deutlich höheren Inflationsraten. Die starke Volatilität und der Abwertungsdruck auf die Lira sollten bestehen bleiben, die aktuelle Stabilität ist nicht nachhaltig.

Dr. Klaus Bauknecht, [Klausdieter.Bauknecht@ikb.de](mailto:Klausdieter.Bauknecht@ikb.de) und Oleksiy Artin, CFA, [oleksiy.artin@ikb.de](mailto:oleksiy.artin@ikb.de)

## Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

**Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr**

	2017	2018	2019P	2020P
Deutschland	2,8%	1,6%	0,6%	1,1%
Euro-Zone	2,6%	1,9%	1,1%	1,3%
UK	1,8%	1,4%	0,9%	-0,1%
USA	2,4%	2,9%	2,3%	1,9%
Japan	1,9%	0,8%	1,0%	0,5%
China	6,8%	6,6%	6,2%	6,0%

**Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr**

	2017	2018	2019P	2020P
Deutschland	1,5%	1,7%	1,5%	1,3%
Euro-Zone	1,5%	1,8%	1,2%	1,1%
UK	2,7%	2,5%	1,8%	2,0%
USA	2,1%	2,4%	1,8%	2,1%
Japan	0,5%	1,0%	0,8%	1,2%
China	1,6%	2,1%	2,4%	2,3%

**Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %**

	31. Okt.	Ende 2019	in 9M	Ende 2020
3M-Euribor	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
3M-USD-Libor	1,9	1,8	1,4	1,2
10-Jahre Bund	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1
10-Jahre U.S. Treasury	1,8	1,6	1,7	1,8

**Tabelle 4: Ausgewählte Währungen**

	31. Okt.	Ende 2019	in 9M	Ende 2020
EUR/USD	1,12	1,12	1,16	1,23
EUR/GBP	0,86	0,85	0,88	0,90
EUR/JPY	121	120	125	130
EUR/CHF	1,10	1,10	1,12	1,14
EUR/HUF	329	328	330	325
EUR/CZK	25,5	25,7	26,0	26,2
EUR/TRY	6,38	6,60	6,80	7,20
EUR/PLN	4,26	4,30	4,34	4,38
EUR/RUB	71,2	72,0	74,0	76,7
EUR/MXN	21,3	22,0	22,4	22,6
EUR/ZAR	16,7	16,5	16,8	17,2
EUR/CNY	7,86	7,90	7,95	8,00
EUR/CAD	1,47	1,48	1,50	1,54
EUR/AUD	1,61	1,62	1,63	1,65

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) EZB; FRED und IKB-Prognosen (in 3M; 6M; Ende 2019)

**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 gehaftet.

**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 8221-4492

Oktober 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