

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

Eugenia Wiebe
+49 211 8221 3174
Eugenia.Wiebe@ikb.de

Deutsche Konjunktur: Historischer Einbruch, aber die Perspektive kehrt zurück **2**

Q1 bereits mit historischem Einbruch • Tiefpunkt erst in Q2 • Entscheidend wird sein, wann und wie sich die Wirtschaft stabilisiert bzw. belebt • Erste Aufhellung der Stimmungsindikatoren hinsichtlich des Ausblicks

Kapitalmärkte: Finanzmärkte können erst einmal aufatmen, doch Europa muss sich zu seinem anhaltenden Schuldenproblem bekennen **4**

Finanzmärkte haben Schock erst einmal verdaut • Realwirtschaftliche Herausforderung bestehen nach wie vor • Das nicht-gelöste Schuldenproblem der EU wird erneut zur Herausforderung • Regierungen müssen sich dem Problem stellen • Damit EZB perspektivisch ihren Handlungsspielraum zurückgewinnt

Insolvenzen im Verarbeitenden Gewerbe: Die Zeit läuft davon **6**

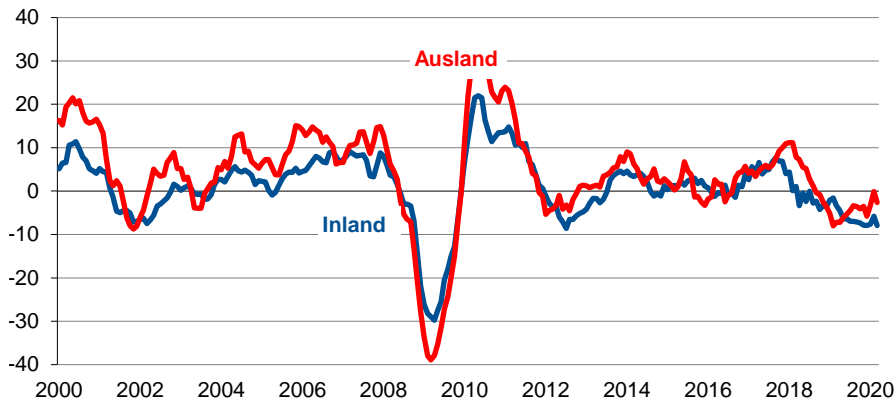
Unternehmen gingen aufgrund der Industrierezession von 2018/19 bereits geschwächt in die aktuelle Krise • Der Absturz in Q2 wird die Unternehmen weiter schwer belasten • Unternehmensinsolvenzen werden deutlich zunehmen, und der Anstieg fällt stärker als zur Finanzkrise aus

Allgemeine Gedanken zur Geldpolitik: Pest oder Cholera? **9**

Notenbanken sind zur Sicherung der Schuldentragfähigkeit der Länder entscheidend • Wirtschaftswachstum und sinkende Schuldenquoten sind kein Selbstläufer • Alternativen zur aktuellen Geldpolitik scheint es nicht zu geben • Damit bleiben Zinsen auf Jahre niedrig

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



IKB-Prognose 2020
Reale Veränderung in %, saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

| | |
|-------------|------|
| Deutschland | -6,3 |
| Euro-Zone | -7,5 |
| UK | -5,1 |
| USA | -4,5 |
| Japan | -5,3 |
| China | 1,4 |

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

Deutsche Konjunktur: Historischer Einbruch, aber ...

Die globalen und lokalen Auswirkungen der Coronavirus-Krise sowie der daraus resultierende wirtschaftliche Einbruch haben in den letzten Monaten zu einer nie da gewesenen Stimmungseintrübung in der Wirtschaft geführt. Zu einer Unterscheidung zwischen der katastrophalen aktuellen Lage und dem zukünftigen Ausblick sah sich die Mehrzahl der Unternehmen bis vor Kurzem nicht in der Lage.

Inzwischen scheinen viele Unternehmen jedoch laut aktuellem ifo Geschäftsklima wieder Licht am Horizont zu erkennen – sicherlich auch aufgrund der zunehmenden staatlichen Finanzhilfen. Diese Rückkehr der wirtschaftlichen Perspektive ist ohne Frage eine notwendige Voraussetzung für eine Trendwende. Ausreichend für eine dynamische wirtschaftliche Erholung ist der Stimmungsumschwung jedoch nicht. Hierfür werden reale Impulse benötigt – entweder aus dem internationalen Handel oder aus der Fiskalpolitik.

Rückblick erstes Quartal 2020

Das deutsche Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist im ersten Quartal 2020 saison- und kalenderbereinigt um 2,2 % im Vergleich zum Vorquartal 2019 geschrumpft. Die veröffentlichten Daten geben etwas Licht für die Treiber dieser Entwicklung. Nicht überraschend haben vor allem der private Konsum und die Investitionen nachgelassen. Der Konsum ist im Vergleich zum Vorquartal saison- und kalenderbereinigt um 3,2 % zurückgegangen, die Ausrüstungsinvestitionen sind um fast 7 % eingebrochen. Eine leichte Unterstützung erfuhr das BIP durch die Staatsausgaben und den Bausektor. Während die Exporte um 3,1 % sanken, lag der Rückgang bei den Importen bei nur 1,6 %.

Der eigentliche Tiefpunkt und das gesamte Ausmaß der Coronavirus-Krise werden erst in den BIP-Zahlen des zweiten Quartals sichtbar werden; darüber besteht mittlerweile Konsens. So ist von einem weiteren deutlichen Einbruch bei Ausrüstungsinvestitionen, Exporten und privatem Konsum auszugehen. Bedeutende Überraschungen sollte es aber nicht geben.

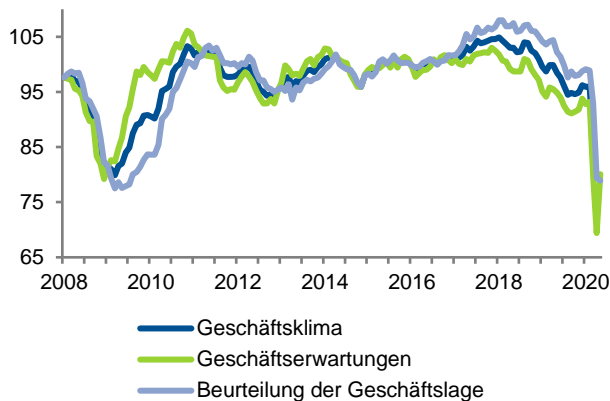
Der Wirtschaftseinbruch wird auch zunehmend den Arbeitsmarkt in Deutschland belasten. Trotz der außergewöhnlich umfassenden Maßnahmen zur Beschäftigungssicherung (Anpassungen der Kurzarbeit- und Arbeitslosenregelung), zu denen letztlich auch die Unterstützungsleistungen für Unternehmen (Sofort-Hilfen, KfW-Programme, steuerliche Liquiditätsunterstützung, Bürgschaften) gezählt werden können, ist im Jahr 2020 ein Anstieg der Arbeitslosigkeit wahrscheinlich.

Entscheidend ist, wie sich die Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte stabilisiert bzw. belebt

Der absolute Rückgang des BIP im zweiten Quartal 2020 ist weniger bedeutend als seine weitere Entwicklung. Die entscheidende Frage ist, wie sehr stabilisiert bzw. erholt sich das BIP ab Juni und im dritten Quartal? Vor allem die Frühindikatoren für das dritte Quartal könnten damit Überraschungspotenzial bieten.

... die Perspektive kehrt zurück

Deutschland: ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



Quelle: ifo



Werden sie die erhofften Aufholeffekte für das dritte Quartal bestätigen und kann von einer deutlich anziehenden und vor allem auch in den kommen Quartalen anhaltend hohen Wachstumsdynamik ausgegangen werden?

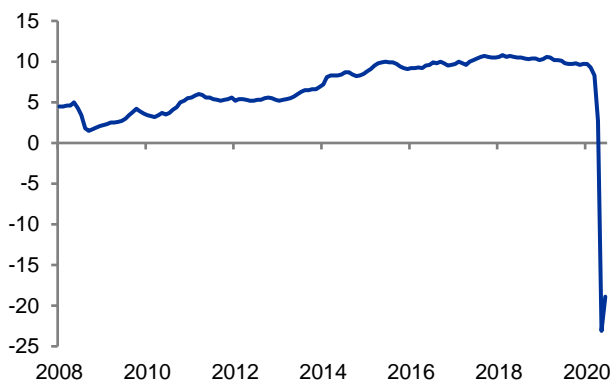
ifo Geschäftsklima: Ausblick hellt sich auf

Unserer Einschätzung nach bleiben Zweifel über die Stärke der kurzfristigen Wachstumsdynamiken – insbesondere für das Verarbeitende Gewerbe. Zwar wird die Wirtschaft im dritten Quartal Aufholeffekte zeigen, eine hohe und vor allem eigenständige Wachstumsdynamik bleibt allerdings fraglich. Hierfür fehlen auch weiterhin fiskalische Impulse, um der Binnennachfrage einen starken Anreiz zu geben. Dies gilt vor allem, weil es fraglich bleibt, ob die Exporte bereits im folgenden Quartal so stark ansteigen, dass eine nachhaltige Stimmungsaufhellung bei Unternehmen wie Konsumenten zu erwarten ist. Schließlich sollte die Nachfrage nach Investitionsgütern noch auf Sicht belastet bleiben.

Die Früh- und Stimmungsindikatoren für Deutschland (PMI für Mai) haben ihren Tiefpunkt im April durchschritten und deuten auf eine – wenn auch anfänglich graduelle – Erholung. Zwar sind die Niveaus weiterhin sehr niedrig, entscheidend ist aber die positive Veränderung der Indizes.

Der ifo Index für Mai signalisiert ebenfalls eine Stabilisierung und damit erste Anzeichen einer Wende. Das ifo Geschäftsklima ist von seinem Tief im April (74,2) ist auf 79,5 im Mai angestiegen. Dabei verschlechterte sich die Einschätzung der Lage geringfügig von 79,4 auf 78,9. Die Geschäftserwartungen sind hingegen deutlich von 69,4 auf 80,1 angestiegen. Dies ist eine klare Veränderung zum Vormonat. Unternehmen haben auf Grundlage der damaligen Lage Rückschlüsse über das zukünftige Geschäftsklima getätigt, was zu einer außerordentlich negativen Erwartungshaltung im April führte. Dies hat sich nun im Mai deutlich verändert. Unternehmen unterscheiden zwischen der sich immer noch verschlechternden aktuellen Lage und der Entwicklung der kommenden Monate. Die unternehmerische Perspektive wird demnach nicht mehr von der aktuellen Lage dominiert.

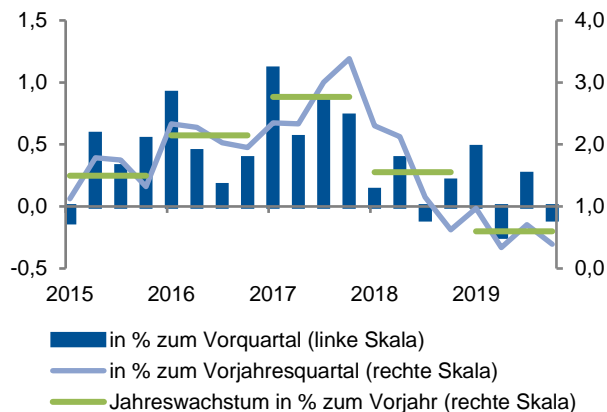
Deutschland: GfK Konsumklima, Diffusionsindex



Quelle: Bloomberg



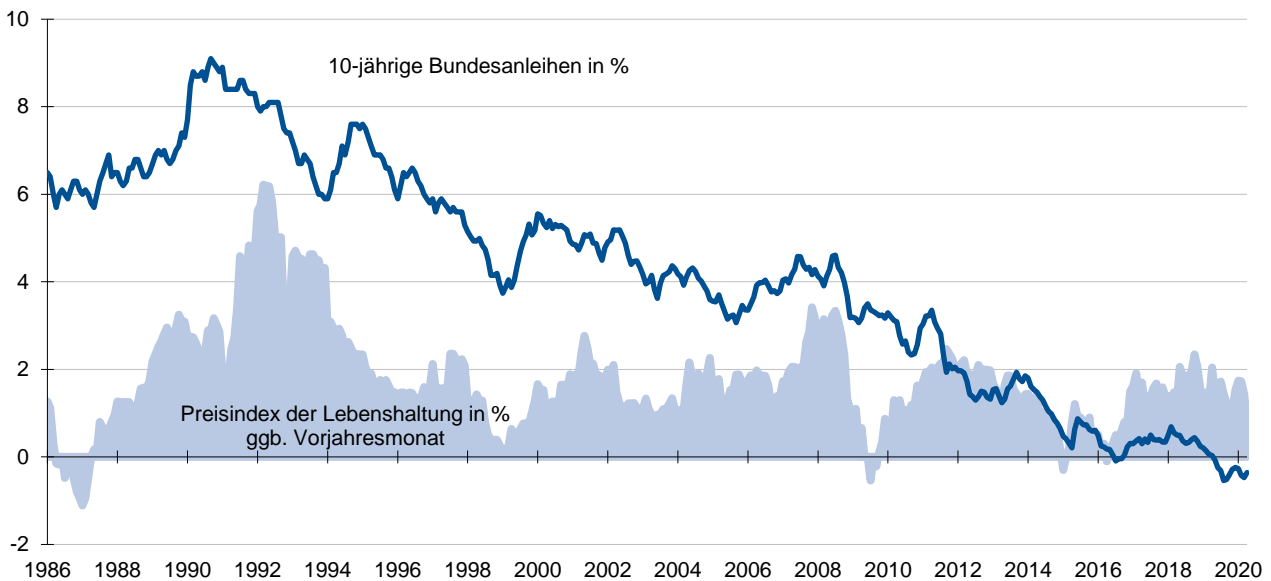
Deutschland: Reales BIP-Wachstum



Quelle: Statistisches Bundesamt



Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Finanzmärkte können erst einmal aufatmen, ...

DAX-Entwicklung, Index



Quelle: Bloomberg

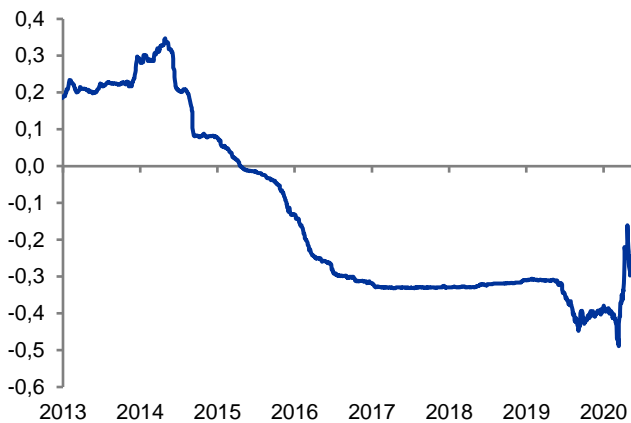


Nicht nur für die Realwirtschaft, sondern auch auf den Finanzmärkten kehrt Vertrauen zurück. So haben Aktien- sowie Kreditmärkte ihre Tiefstände schon länger hinter sich gelassen. Hierfür gibt es sicherlich fundamentale Gründe. So hat sich die Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Pandemie infolge sinkender Infektionszahlen und einer graduellen Lockerung des Shutdowns reduziert. Auch wird die neue Normalität zunehmend zur Gewohnheit. Entscheidender ist aber vielleicht, dass aufgrund der fiskalischen Stützungsmaßnahmen die Sorge vor einer Welle von Unternehmensinsolvenzen erst einmal nachgelassen hat.

Dies erlaubt Unternehmen und Investoren wieder, einen Blick nach vorne zu wagen. Allerdings wird die Wirtschaft eine Zeit brauchen, bis die Produktion das Vorkrisenniveau erreicht hat. Aufholeffekte im dritten Quartal mögen einen gewissen Schub liefern. Doch es wird mehr als nur einen kurzfristigen Impuls benötigen, um das Vertrauen von Konsumenten, Produzenten und damit auch Investoren nachhaltig zurückzugewinnen und so eine Eigendynamik des Wirtschaftswachstums zu generieren. Die enorme Unsicherheit und die einbrechende Wirtschaft haben keine Perspektive über die Zukunft aufkommen lassen, und Worst-case-Szenarien haben zunehmend die Runde gemacht. Dies gilt vor allem auch deshalb, weil der Lockdown eine nie dagewesene Situation für die Wirtschaft wie Gesellschaft bedeutet hat. Dieser Teil der Coronavirus-Krise kann nun zunehmend abgehakt werden, sodass eine Korrektur auf den Finanzmärkten angebracht ist. Die realwirtschaftlichen Herausforderungen sind allerdings weiterhin vorhanden und könnten noch auf Jahre das Verhalten der wirtschaftlichen Akteure prägen. So muss zwischen den Folgen einer abklingenden Panik und den Erwartungen einer schnellen Erholung unterschieden werden. Die Coronavirus-Krise wird einen deutlichen Anstieg der privaten und staatlichen Schuldenquoten mit sich bringen. Dies ist eine fundamentale Entwicklung wie sie auch nach der Finanzkrise zu beobachten war. Raum für eine ansatzweise neutrale Geldpolitik ist demnach noch auf Jahre nicht gegeben. Vor diesem Hintergrund wird nun argumentiert, dass negative Zinsen ab einem gewissen Niveau – die so genannte „reversal rate“ – kontraproduktiv sind.

... doch Europa muss sich zu seinem anhaltenden Schuldenproblem bekennen

Drei-Monats-Euribor in %

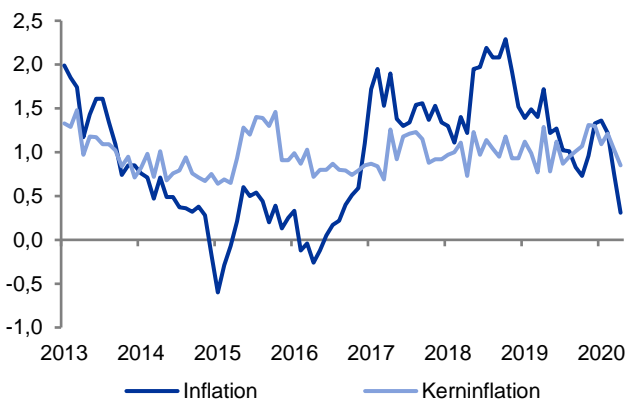


Quelle: Bloomberg



Wo dieses Zinsniveau liegt, ist jedoch weniger eindeutig. Auch ist es keine Konstante. Gemäß der EZB liegt die Rate unter dem aktuellen Niveau, sodass weiterer Handlungsspielraum besteht – wenn er denn nötig wird. Generell besteht allerdings kein Zweifel, dass die europäische Notenbank mit ihrer Zinspolitik keinen Handlungsspielraum für weitere Stützungen hat. Doch was immer der Einfluss des aktuellen Zinsniveaus auf die Wirtschaft und Inflation sein mag, ein Effekt existiert: Die niedrigen Zinsen sichern die Schulden-tragfähigkeit vieler Euro-Länder – allen voran Italiens. Dies gilt vor allem dann, wenn durch Ankaufprogramme auch das lange Ende der Zins-kurse bzw. die Risikoprämien unter Druck geraten.

Euro-Zone: Inflation in %

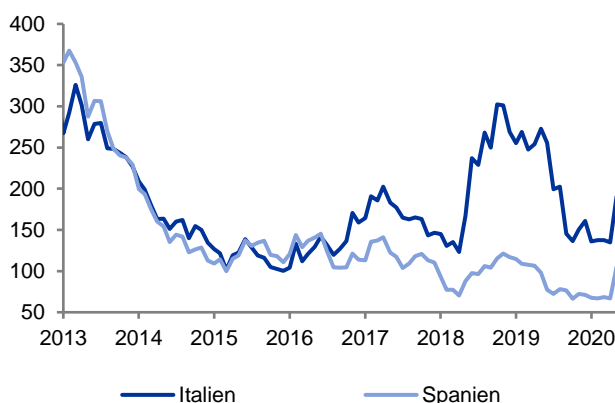


Quelle: Bloomberg



Die Währungsgemeinschaft hat die Folgen der Finanzkrise auf die Schuldenpolitik einzelner Staaten nicht aufgearbeitet. Denn bereits vor der Coronakrise musste die EZB die entscheidende Rolle für die Schulden-tragfähigkeit vieler Länder übernehmen, und die allgemeine konjunkturelle Erholung ließ die Schuldenquoten ebenfalls sinken. Die EZB erwartet nun, dass die Schuldenquote der Euro-Zone von 86 % im Jahr 2019 auf über 100 % der Wirtschaftsleistung ansteigen wird. Eine Schuldengrenze von 60 % als Ziel der Fiskalpolitik ist mehr denn je bedeutungslos.

Risikoprämien* in bp



*Aufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Quelle: Bloomberg



Effektiv gibt es aktuell weder glaubwürdiges Bekenntnis zu einer anzustrebenden Schuldenquote noch, wie mit überhöhten Quoten auf Euro-Ebene umzugehen ist. Zwar kann die Geldpolitik der EZB – Zinsen und Ankaufprogramme – die Schulden-tragfähigkeit vieler Länder noch auf Jahre positiv beeinflussen. Doch die eskalierenden Quoten forcieren zunehmend ein europäisches Bekenntnis darüber, wie mit Überschuldung langfristig umzugehen ist. Die europäische Politik darf sich nicht hinter der EZB-Politik verstecken, sondern muss Verantwortung für ihre gemeinsame Schuldenentwicklung übernehmen – und dies nicht erst dann, wenn die Finanzmärkte durch eskalierende Risikoprämien eine Lösung forcieren und so die nächste „Euro-Krise“ einleiten. Nur so kann die EZB den Handlungsspielraum ihrer Geldpolitik perspektivisch zurückgewinnen und sich von negativen Zinsen verabschieden. Denn viele Euro-Länder werden eine Schuldenquote erreichen, bei der eine Reduzierung notwendig ist, um überhaupt handlungsfähig zu sein. Dies gilt vor allem für Italien, das eine Schuldenquote von über 150% des BIP erreichen sollte.

Insolvenzen im Verarbeitenden Gewerbe: Die Zeit läuft davon

Fazit: Die Produktion des deutschen Verarbeitenden Gewerbes ist im März 2020 um 11,5 % im Vergleich zum Vorjahresmonat eingebrochen. Ein Rückgang von über 30 % im zweiten Quartal 2020 ist durchaus denkbar. Doch unabhängig vom Ausmaß des Absturzes und der Erholung in den darauffolgenden Quartalen – eines ist gewiss: Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen wird deutlich zulegen und den im Jahr 2008 durch die Finanzkrise verursachten Anstieg klar übertreffen. Auch dürfte diese Entwicklung ihren Höhepunkt erst Mitte 2021 erreichen.

Kommen bis dahin keine ausreichenden Impulse aus der Fiskalpolitik und aus der globalen Konjunkturpolitik, wird zudem die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen im Verarbeitenden Gewerbe höher ausfallen als in der Finanzkrise. Deshalb sind zusätzliche fiskalische Maßnahmen dringend erforderlich, welche die reale Nachfrage stützen.

Normalisierung benötigt externe Impulse

Aufgrund der Sorge vor einer anhaltenden Depression werden zunehmend Konjunkturprogramme gefordert. Gleichzeitig wird von den meisten Volkswirten weiterhin eine deutliche Erholung im dritten Quartal erwartet. Dies gilt vor allem für die Industrie, aber auch für andere Wirtschaftssektoren. Demnach sollte dem Produktionseinbruch im März und vor allem im April ein deutlicher Aufholeffekt folgen. Wie stark diese Erholungsdynamiken sein werden, bleibt jedoch abzuwarten. Sorgen von Unternehmen und Konsumenten sowie anhaltende Einschränkungen zur Eindämmung der Pandemie könnten die Erholungsdynamik dämpfen bzw. in das Jahr 2021 verschieben. Dennoch ist sicherlich von einem Aufholeffekt auszugehen. Eine Rückkehr zur Normalität bei Wachstum und Produktionsniveau wird hingegen deutlich länger brauchen. Nach der Finanzkrise im Jahr 2008 kam es erst im Jahr 2010 zu deutlichen Aufholeffekten; und die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes benötigte zwei Jahre, um wieder das Vorkrisenniveau zu erreichen.

Abb. 1: Produktion des Verarbeitenden Gewerbes, 2015 = 100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Um der verbreiteten Unsicherheit entscheidend entgegenzuwirken, mögen in der Tat die Nachfrage fördernde Maßnahmen der Fiskalpolitik erforderlich sein. Die aktuelle Politik ist jedoch eher darauf fokussiert, den finanziellen Einfluss der Krise auf die Unternehmen und Arbeitgeber abzumildern. Dies führt aber nicht zwangsläufig zu bedeutenden Impulsen für die Wirtschaft. Denn erst muss die Stimmung aufhellen, damit sich die Nachfrage beleben kann. Dazu sollte zunächst die Produktion bzw. Angebotsseite hochgefahren werden. IKB-Studien zeigen, dass in vergangenen Konjunkturkrisen zunächst die Angebotsseite der Wirtschaft reagierte und dann im weiteren Verlauf eine Erholung der Binnennachfrage einsetzte (siehe [IKB-Kapitalmarkt-News 9. April 2020](#)). Externe Nachfrageimpulse durch Exporte oder durch die Fiskalpolitik sind erforderlich, um einen positiven Kreislauf aus anziehender Produktion, steigendem Einkommen, Zuversicht und einer sich erholenden lokalen Nachfrage in Gang zu setzen und ausreichend Dynamik zu generieren. In klassischen Konjunkturzyklen war es bisher in der Regel der Export, der in Deutschland die wirtschaftliche Erholung auslöste und notwendige externe Impulse für die Wirtschaft lieferte, im zweiten Schritt kam es dann zu einer Erholung der Binnennachfrage. Doch wie stark die Impulse aus dem Export im aktuellen Umfeld sein werden, ist unklar – vor allem, da die deutsche Exportwirtschaft einen hohen Anteil an Investitionsgütern aufweist. Die Lockerung

der einschränkenden Pandemiemaßnahmen und die Sicherstellung von genügend Liquidität dürften nicht unbedingt ausreichende Impulse für die Wirtschaft liefern. Belastend wirkt zudem, dass Unternehmen sowie Haushalte im Vergleich zur Finanzkrise höhere Schuldenquoten aufweisen.

Produktionsstandort Deutschland bereits vor der Krise geschwächt

Es ist von besonderer Bedeutung, dass sich die Wirtschaft relativ schnell erholt. Denn das Verarbeitende Gewerbe ist bereits geschwächt in die Coronavirus-Krise geraten. Im Jahr 2019 ist die Produktion im Jahresverlauf um 5 % zurückgegangen, strukturelle Themen, vor allem in der Automobilindustrie, belasteten die Unternehmen neben einer allgemeinen Konjunkturschwäche. Eine sich hinziehende Konjunkturerholung mag sich somit für viele Unternehmen lebensbedrohlich auswirken: Die Schuldenquoten nehmen zu, Liquiditäts- und Einkommenssituation haben sich bereits durch die skizzierte Industrierezession im Jahr 2019 abgeschwächt. Das Risiko einer anhaltenden industriellen Depression am Produktionsstandort Deutschland ist damit deutlich gestiegen.

Global aufgestellte Unternehmen sind gegenüber diesen Risiken widerstandsfähiger. Ihre Entwicklung hat sich als stabiler erwiesen als die von Unternehmen, die hauptsächlich vom Produktionsstandort Deutschland abhängig sind. Dies hat eine Bilanzauswertung von Unternehmen durch die IKB im Jahr 2019 gezeigt. Auch aktuell könnten insbesondere Firmen, die in China aktiv sind, von ihrer globalen Ausrichtung profitieren, da dort die Produktion bereits wieder angelaufen ist. Allerdings wird vielfach von einer abnehmenden Globalisierung als Folge der Coronavirus-Krise ausgegangen. Hier wird vor allem auf das Risiko der sensiblen Produktionsketten verwiesen. Doch ist diese Sorge begründet? Nicht nur einzelne Teilprodukte haben sich globalisiert, um wachsende Märkte lokal zu bedienen, sondern gesamte Produktionsprozesse samt Zulieferer. Geografisch unabhängige Produktionsstätten sind das Ergebnis. Diese globalisierten Produktionsstätten agieren zunehmend selbstständig. Dieser Trend wird durch die Coronavirus-Krise verstärkt als geschwächt. So ist die Krise eher ein Katalysator für mehr als für weniger Globalisierung.

Gerade die Automobilindustrie ist hierfür ein Beispiel. Nicht mehr nur Einzelteile, sondern ganze Autoserien werden mittlerweile im Ausland gefertigt, sodass globale Produktionsstätten eher eine Diversifikation und Chance darstellen als ein Komplexitätsrisiko. Dies gilt umso mehr im Falle einer synchronen globalen Abschwächung der Absatzmärkte. Zwar ist auch die chinesische Industrie aktuell noch vom Sog der globalen Rezession betroffen. In der Finanzkrise konnte China jedoch durch umfangreiche Konjunkturprogramme einen wichtigen Wachstumsbeitrag leisten und das globale Wachstum stabilisieren. Und auch aktuell ist von zusätzlichen chinesischen Maßnahmen auszugehen, welche die Konjunktur stabilisieren. Das sollte global agierende Unternehmen stützen – auch deutsche. Es reicht jedoch allein nicht aus, um den Produktionsstandort Deutschland mithilfe von Exportimpulsen ausreichend zu stärken. Denn im Jahr 2019 gingen gerade mal 7,2 % der deutschen Exporte nach China.

Insolvenzen im Verarbeitenden Gewerbe – deutlicher Anstieg unausweichlich

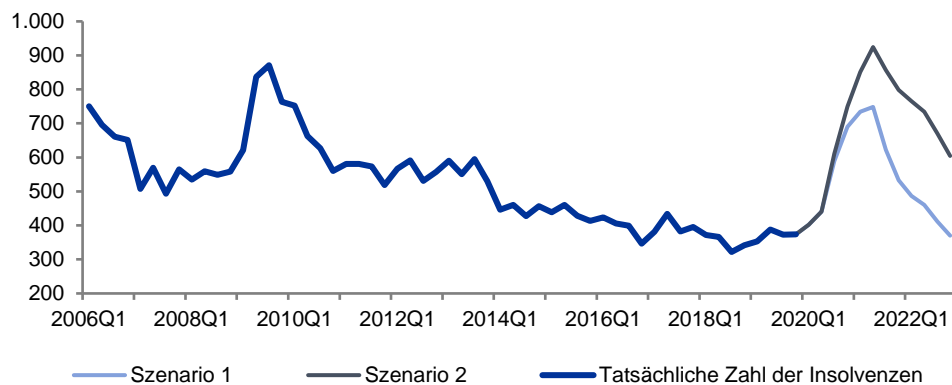
Trotz der relativ schnellen Erholung nach der Finanzkrise 2008 hat es mehrere Quartale gedauert, bis die Produktion in Schwung kam. So stagnierte die Industrieproduktion nach dem Einbruch zur Jahreswende 2008/09 auf sehr niedrigem Niveau im zweiten Quartal 2009. Erst im dritten Quartal setzte langsam eine Aufholtdynamik ein. Würde die aktuelle Entwicklung eine ähnliche Dynamik aufweisen, dürften sich keine bedeutenden Aufholeffekte im dritten Vierteljahr 2020 ergeben – im Gegensatz zur allgemeinen Erwartung. Erst im Schlussquartal 2020 wäre mit ersten Aufhol- bzw. Erholungstendenzen zu rechnen. Und tatsächlich kann aufgrund des weltweiten Konjunkturreinbruchs in der ersten Jahreshälfte 2020 nicht wirklich mit bedeutenden kurzfristigen Aufholeffekten im Verarbeitenden Gewerbe gerechnet werden. Und dennoch: Obwohl das Verarbeitende Gewerbe nach der Finanzkrise fast drei Jahre brauchte, um das Vorkrisenproduktionsniveau wieder zu erreichen, stiegen damals zwar die Ausfallraten, allerdings bei Weitem nicht so deutlich und nicht so lange wie befürchtet.

In der Finanzkrise reagierte die Fiskalpolitik relativ schnell. Die Konjunkturprogramme I und II wurden bereits im November 2008 und im Januar 2009 – und damit am Anfang des Produktionseinbruchs im Verarbeitenden Gewerbe – von der Bundesregierung verabschiedet. Zuletzt kündigte die KfW zwar auch Garantien und Sonderprogramme relativ früh an. Die realwirtschaftliche Stützung bleibt allerdings bis dato eher indirekt. Während der Finanzkrise beinhaltete das Konjunkturprogramm hingegen neben der Abwrackprämie für Pkw verschiedene Förderungen zur Stärkung von Investitionen, Steuersenkungen und höhere Sozialausgaben wie den Kinderbonus. Aus dieser Sicht hätte aktuell ein ähnliches Programm bereits zwischen März und Mai 2020

verabschiedet werden müssen. Zudem bleiben noch auf Sicht Einschränkungen bestehen, die einige Branchen bis weit in die zweite Jahreshälfte 2020 belasten sollten. Mangels fehlender Nachfrageimpulse bleibt es somit fraglich, ob die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes bereits im dritten Quartal 2020 spürbare Aufholleffekte zeigen kann. Ein U-Verlauf der Industrieentwicklung mag vor diesem Hintergrund wahrscheinlicher sein als ein V-Verlauf. Im Folgenden hat die IKB zwei Szenarien für einen möglichen Produktionsverlauf erstellt, um eine Einschätzung des Ausfallrisikos im Verarbeitenden Gewerbe abzugeben.

- Szenario 1 – eine mit der Finanzkrise vergleichbare Entwicklung: Zwar bricht die Produktion im zweiten Quartal stärker ein als damals, der weitere Verlauf ist allerdings ähnlich: Im dritten Quartal stabilisiert sich die Produktion, gefolgt von einer Erholung in den Folgequartalen. Fast drei Jahre nach Krisenbeginn ist das Vorkrisenniveau wieder erreicht. In der Finanzkrise wurden zügig Konjunkturprogramme verabschiedet, die die Konjunktur unterstützten. Damit ist dieses Szenario eher optimistisch.
- Szenario 2 – Der Einbruch im zweiten Quartal 2020 ist ausgeprägter und länger als in Szenario 1. Zudem setzt erst Anfang des Jahres 2021 eine spürbare Erholung der Produktion ein. Es ergibt sich ein U-Verlauf der Konjunktrentwicklung. Das Produktionsniveau erreicht erst nach vier Jahren das Vorkrisenniveau. Aufgrund fehlender Impulse aus dem In- und Ausland zieht sich der Normalisierungsprozess hin. Szenario 2 spiegelt eine sich nur langsam erholende Weltwirtschaft.

Abb. 2: Anzahl der Unternehmensinsolvenzen im Verarbeitenden Gewerbe, Quartalswerte



Quelle: Statistisches Bundesamt; IKB-Simulation

Unabhängig vom Ausmaß des Produktionseinbruchs im zweiten Quartal 2020 deuten die Simulationen auf einen deutlichen Anstieg der Unternehmensinsolvenzen hin. **Eine spürbare Zunahme ist nicht zu verhindern. Der bereits erfolgte Einbruch der Konjunktur ist zu bedeutend; jegliche fiskalpolitische Stimulierung kommt dafür zu spät.** Ihren Höhepunkt sollte die Zahl der Insolvenzen in der Mitte des Jahres 2021 erreicht haben, also in gut einem Jahr – unabhängig davon, welches der beiden Szenarien näher an der Realität ist. Wie hoch die Zahl der Insolvenzen sein wird, ist von der realwirtschaftlichen Entwicklung abhängig und somit von möglichen Stimulierungsimpulsen aus dem In- oder Ausland. **In beiden Szenarien ist der Anstieg (nicht das Niveau) der Insolvenzen höher als in der Finanzkrise.** Im Szenario 2 steigt das Niveau der Insolvenzen über das von der Finanzkrise 2008, es erreicht sogar fast das Niveau der Jahre 2003 und 2004. In diesem Szenario ist ein bedeutender Anstieg der Arbeitslosenquote zu erwarten. Da in der Finanzkrise aus fiskalischer Sicht deutlich mehr Maßnahmen verabschiedet wurden als bisher in der Coronavirus-Krise, ist dies nicht überraschend. **Ein Konjunkturprogramm ist notwendig, das eine stärkere reale Stütze für die Wirtschaft darstellt und den unausweichlichen Anstieg der Insolvenzen dämpft – vor allem in den Folgequartalen.** Sollte sich die globale Konjunktur nicht ausreichend erholen, sind umfangreichere fiskalische Stützungsmaßnahmen die einzige Möglichkeit, um das Szenario 2 oder Schlimmeres zu verhindern. Angesichts des bereits erkennbaren und unausweichlichen Anstiegs der Insolvenzen scheint es höchste Zeit für solch eine Politik zu sein.

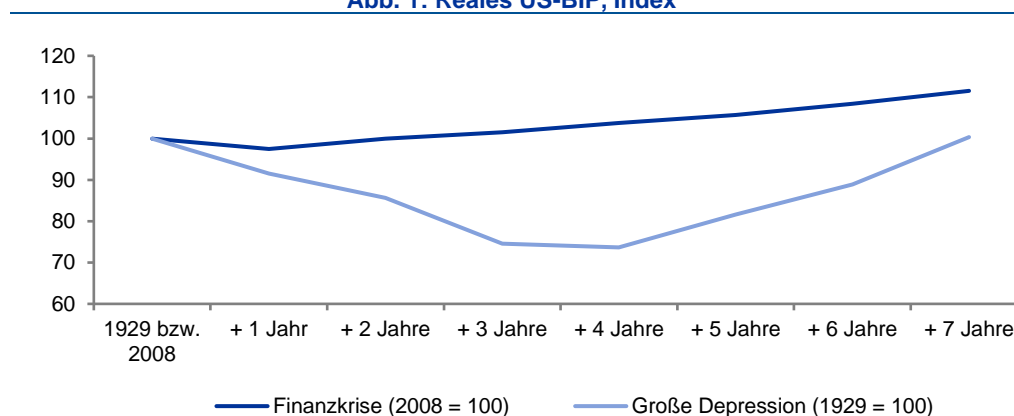
Allgemeine Gedanken zur Geldpolitik – Pest oder Cholera?

Fazit: Auch nach der Coronavirus-Krise werden Notenbanken wichtig für die Schuldentragfähigkeit von Ländern und Staaten bleiben, was notwendigerweise noch für lange Zeit niedrige Zinsen und eine sich aufblähende Notenbankbilanz mit sich bringt. Da die Notenbanken den Rückfluss von Geld aus der Finanz- in die Realwirtschaft nur begrenzt steuern können, sind ein hohes Wirtschaftswachstum und damit perspektivisch sinkende Schuldenquoten kein Selbstläufer. Alternativen zur Geldpolitik der letzten Jahre scheint es allerdings nicht zu geben. Dafür gibt es in der Geschichte genug Beispiele.

Notenbanken stemmen sich weltweit gegen die Coronavirus-Krise, mit allem, was an effektiver Geldpolitik noch übrig ist. Entscheidend dabei ist vor allem die Handlungsfähigkeit der Fiskalpolitik. Denn nur sie kann eine anhaltende Wirtschaftsdepression und einen negativen Kreislauf aus eskalierenden Unternehmensausfällen und steigender Arbeitslosigkeit verhindern. Doch die Notenbanken und insbesondere die EZB stehen schon länger in der Kritik, eine zu expansive Geldpolitik zu verfolgen. So wird auch aktuell zwar die Notwendigkeit von Stützungsmaßnahmen gesehen; im Kontext der Geldpolitik der letzten Jahre wird jedoch an einer nachhaltigen Unterstützung der Wirtschaft gezweifelt und damit an einer perspektivischen Normalisierung der Geldpolitik. Diese Argumentationsweise muss dann zwangsläufig zu dem Schluss kommen, dass ein Zusammenbruch des „Systems“ bevorsteht.

Die EZB schüre durch ihre Geldpolitik Krisen, statt sie zu verhindern – so eine zentrale Kritik. Doch dieser Vorwurf ist argumentativ kaum nachzuvollziehen. Vielmehr lehrt uns die Geschichte: das Beste, was eine Notenbank in einer Wirtschafts- oder Finanzkrise machen kann, ist Liquidität zu schaffen und dies im Überfluss. Die aktuelle Geldpolitik der EZB ist also alles andere als etwas Neues. Außerdem waren Krisen schon immer ein Bestandteil des kapitalistischen Wirtschaftssystems. Sie waren der Grund, warum Notenbanken geschaffen wurden. Sicherlich verzerren Notenbanken Preise und die Risikoeinschätzungen privater Akteure. Doch dies ist notwendig, um zu verhindern, was aktuell des Öfteren als Vergleich für die aktuelle Krise herangezogen wird: die Große Depression Ende der 1920er-Jahre. Dabei ist es zurzeit gerade die Geld- und Fiskalpolitik, die uns eine Depression wie Ende der 1920er-Jahre ersparen wird. Denn gegenwärtig erwarten noch die meisten Analysten, dass sich die Konjunktur spätestens im Jahr 2021 erholen wird; wie stark, bleibt allerdings abzuwarten. Bei all der Kritik und Prophezeiungen von Zusammenbrüchen infolge der Geldpolitik sollte daran erinnert werden, dass ohne die Notenbankpolitik der letzten Jahre bereits ein realwirtschaftlicher Einbruch mit gigantischen Vermögensverlusten stattgefunden hätte.

Abb. 1: Reales US-BIP, Index



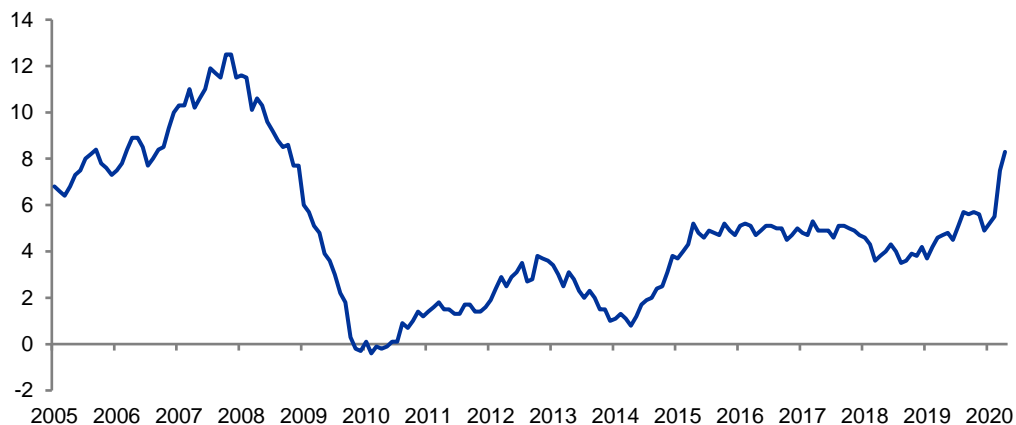
Quellen: BEA, IKB-Berechnung

Die Schuldenquoten werden dennoch infolge der expansiven Geldpolitik deutlich ansteigen. Perspektivisch wird diese Ausweitung allerdings die effektive Nachfrage in der Wirtschaft belasten und für anhaltend negative reale Zinsen sorgen. Grundsätzlich sollten Gläubiger entlastet werden, und finanzielles Vermögen müsste zurück in die Realwirtschaft fließen, um eine ausreichende Nachfrage in der Wirtschaft sicherzustellen. Doch was wäre eine Alternative zur Notenbankpolitik der letzten Jahre gewesen? Es gab keinen Raum für effektive und bedeutende Zinsanhebungen. Weder die Geldmengenausweitung in der Realwirtschaft noch die Inflation gaben dafür genügend Spielraum, während das Risiko eines realwirtschaftlichen Einbruchs immens war. Es gibt keine Wahl zwischen finanziellem Kollaps und solider Geldpolitik, sondern wahrscheinlich eher eine Wahl

zwischen Pest und Cholera – wirtschaftliche Depression versus zeitlich gestreckte Umverteilung. Der Gedanke, eine weniger unterstützende Geldpolitik in den letzten Jahren sei sinnvoller gewesen, ist eine Illusion. Das Wirtschaftswachstum wäre deutlich niedriger ausgefallen, die Staaten wären eingeeengt bzw. nahezu handlungsunfähig gewesen, und am Ende wäre über eine stagnierende bzw. depressive Realwirtschaft ein größerer Vermögensverlust entstanden als durch eine graduelle Inflationierung bzw. Umverteilung durch Notenbanken. Hierfür ist die Große Depression ein mahnendes Beispiel.

Oftmals wird der Goldstandard als Mittel zur Verhinderung einer exzessiven Geldmengenausweitung und damit Blasen- bzw. Krisenbildung durch die Notenbank angesehen. In der Geschichte hat sich der Goldstandard jedoch eher als Zwangsjacke denn als Stabilitätsanker erwiesen – und er hat Finanzkrisen nicht verhindert. Volkswirtschaften haben sich erst mit der Abschaffung des Goldstandards und einer ausreichenden Ausweitung der Geldmenge bzw. Abwertung des Devisenkurses aus ihrer Depression befreien können. Doch wäre eine Wachstumsregel, wie sie Friedman beschrieben hat, sinnvoll, um überzogenes Geldmengenwachstum zu verhindern und um die Diskretion der Notenbank zu kappen? Aktuell ist es nicht die sich aufblähende Geldmenge, welche die Notenbank vor Herausforderungen stellt, sondern eher das nicht ausreichende Geldmengenwachstum. Der geldpolitische Einfluss stottert, und er kann nicht angeschoben werden. Auch hat sich der Versuch einer effektiven Kontrolle des Geldmengenwachstums als wenig erfolgreich gezeigt. Warum? Weil die Geldmenge nicht von der Notenbank festgelegt wird. Sie bestimmt nur die Zinsen. Nun kann argumentiert werden, dass die Zinsen schon vor Jahren hätten höher sein sollen, um das damalige Geldmengenwachstum zu bremsen. Doch in dieser Argumentation wird immer nur auf die eine Bilanzseite verwiesen – auf die Schulden. Weniger Augenmerk liegt auf der Gegenposition – dem Vermögen. Das realwirtschaftliche Problem sind jedoch nicht nur hohe Schulden, sondern die Tatsache, dass nicht ausreichend Vermögen in die Realwirtschaft zurückfließt, um ein hohes Wachstum bzw. Investitionen anzuregen, was wiederum die Schuldenquoten senken würde.

Abb. 2: Euro-Zone – M3-Geldmengenwachstum in % zum Vorjahr



Quelle: Bloomberg

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

| | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P |
|-------------|------|------|-------|-------|
| Deutschland | 1,6% | 0,6% | -6,3% | 4,1% |
| Euro-Zone | 1,9% | 1,2% | -7,5% | 4,6% |
| UK | 1,3% | 1,4% | -5,1% | 1,1% |
| USA | 2,9% | 2,3% | -4,5% | 5,5% |
| Japan | 0,3% | 0,8% | -5,3% | 2,0% |
| China | 6,7% | 6,2% | 1,4% | 13,3% |

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

| | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P |
|-------------|------|------|-------|-------|
| Deutschland | 1,7% | 1,4% | 1,0% | 1,5% |
| Euro-Zone | 1,8% | 1,2% | 0,4% | 1,1% |
| UK | 2,5% | 1,8% | 1,5% | 2,0% |
| USA | 2,4% | 1,8% | 2,2% | 2,1% |
| Japan | 1,0% | 0,6% | 1,0% | 0,8% |
| China | 2,1% | 2,9% | 2,8% | 2,2% |

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

| | 28. Mai | in 3M | Ende 2020 | Ende 2021 |
|------------------------|---------|-------|-----------|-----------|
| 3M-Euribor | -0,28 | -0,35 | -0,42 | -0,42 |
| 3M-USD-Libor | 0,38 | 0,42 | 0,45 | 0,45 |
| 10-Jahre Bund | -0,47 | -0,60 | -0,56 | -0,52 |
| 10-Jahre U.S. Treasury | 0,69 | 0,70 | 0,62 | 0,65 |

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

| | 28. Mai | in 3M | Ende 2020 | Ende 2021 |
|---------|---------|-------|-----------|-----------|
| EUR/USD | 1,10 | 1,10 | 1,12 | 1,19 |
| EUR/GBP | 0,89 | 0,89 | 0,92 | 0,91 |
| EUR/JPY | 118 | 117 | 119 | 126 |
| EUR/CHF | 1,06 | 1,06 | 1,07 | 1,10 |
| EUR/HUF | 350 | 357 | 355 | 345 |
| EUR/CZK | 27,4 | 27,2 | 26,5 | 26,1 |
| EUR/TRY | 7,44 | 7,60 | 8,10 | 8,50 |
| EUR/PLN | 4,54 | 4,52 | 4,44 | 4,42 |
| EUR/RUB | 78,6 | 80,0 | 81,0 | 78,8 |
| EUR/MXN | 25,7 | 25,8 | 25,4 | 25,5 |
| EUR/ZAR | 19,8 | 20,4 | 19,8 | 20,5 |
| EUR/CNY | 7,78 | 7,80 | 7,84 | 7,98 |
| EUR/CAD | 1,52 | 1,52 | 1,51 | 1,47 |
| EUR/AUD | 1,67 | 1,70 | 1,74 | 1,64 |

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) EZB; FRED und IKB-Prognosen (in 3M; 9M; Ende 2020)

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

Mai 2020

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr, Karl-Gerhard Eick
Vorstand: Dr, Micheal Wiedmann (Vorsitzender), Claus Momburg