

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: Wirtschaft glaubt noch nicht an schnelle Wende 2

Stimmungsindikatoren brechen weiter ein • Stimmungslage ist aktuell kein guter Indikator für Prognosen • Geschäftserwartungen der Unternehmen wird aktuell vor allem durch schwierige Lage bestimmt • Aufholeffekte kommen, aber wann?

Kapitalmärkte: Ölpreisverfall ist zweischneidiges Schwert für die Weltwirtschaft, breite Anzahl von Bonitätsherabstufungen ist zu erwarten 4

Ölimporteure profitieren • Öl- und Rohstoffländer werden belastet • Emerging Markets mit strukturellen Problemen leiden zudem unter allgemeiner Risikoaversion • Ländern droht Bonitätsherabstufung • Auch Euro-Länder dürften zunehmend unter Beobachtung stehen

Coronavirus-Krise: kaum Inflationsgefahr 6

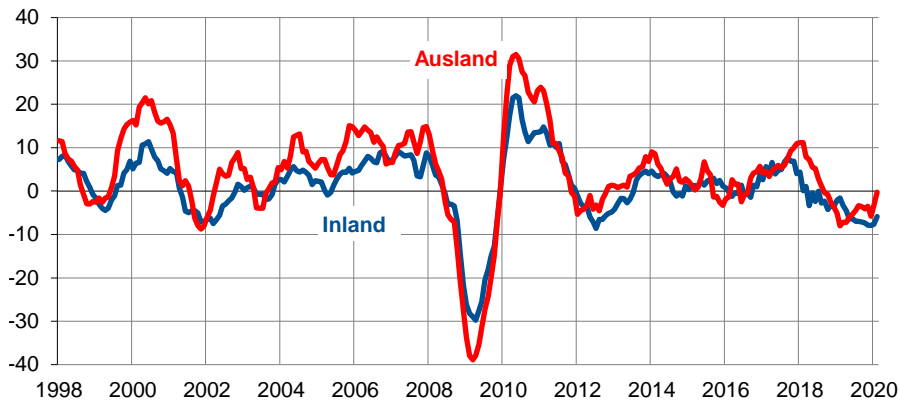
Aktueller Nachfrageausfall schürt Inflations Sorgen • Fiskalpolitik stützt aktuell Angebotsseite • Kurz vor einer Erholung treibt zunächst das Angebot die Nachfrage • Aufholeffekte der Nachfrage sind dann wachstums- und nicht inflationsfördernd

USA und die Coronavirus-Krise: „Survival of the richest?“ 9

Untere Einkommensschichten werden doppelt belastet • Fehlende soziale Absicherung und ungleiche Gesundheitsversorgung sind die Gründe • Krisen haben lange negative Folgen auf unter Einkommensschichten in den USA • Coronavirus-Krise wird noch auf Jahre belasten

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



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

BIP-Wachstum

Deutschland	-4,7
Euro-Zone	-6,0
UK	-5,1
USA	-4,3
Japan	-1,2
China	2,7

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

Deutsche Konjunktur: Wirtschaft glaubt noch nicht an schnelle Wende

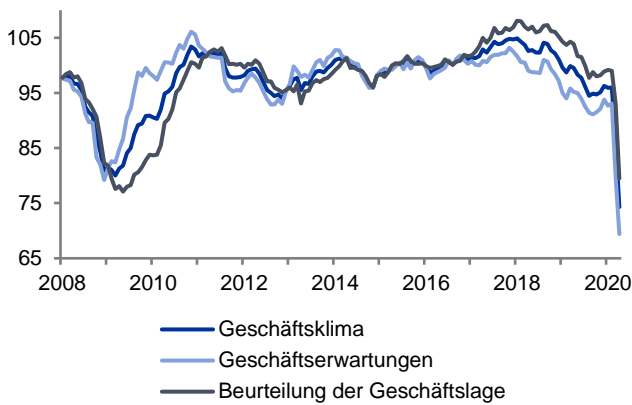
Es wird noch Zeit brauchen, bis realwirtschaftliche Daten das Ausmaß der Krise sichtbar machen. Zwar hat China bereits die BIP-Entwicklung des ersten Quartals 2020 veröffentlicht, und andere Länder werden in Kürze nachziehen. Doch da sich die Auswirkungen der Krise außerhalb Chinas vor allem erst im zweiten Quartal zeigen, geben diese Daten nur eine Tendenz an. Relevanter wird sein, wie die Erholungsdynamik aussehen wird. Zwar gehen die meisten Prognosen von einem Aufholeffekt aus; wann und wie stark dieser sein wird, ist allerdings alles andere als sicher.

Für die Industrie dürfte ein möglicher Aufholeffekt ausgeprägter ausfallen als im Dienstleistungssektor. Auch wird die Stärke des Aufholeffekts davon abhängen, ob dem weltweit nahezu einheitlichen Abschwung ein synchroner Aufschwung folgen wird. Nachhaltige Folgen aus der Krise – wie eine Überschuldung von Staaten und Privatsektor sowie eine höhere Risikoaversion in der Real- sowie Finanzwirtschaft – könnten die Erholungsdynamik belasten. Die Finanzkrise 2008/09 zeigte zudem, dass eine Normalisierung der Konjunkturdynamik nicht ausreicht, um wieder für Investitionsvertrauen zu sorgen. Somit ist zu befürchten, dass Investitionen unabhängig von der Erholungsdynamik kurz- bis mittelfristig kein Wachstumstreiber sein werden – zumindest im Privatsektor.

Stimmungsindikatoren wie Einkaufsmanager-Indizes (PMIs) oder ifo Geschäftsklima werden aktuell oftmals verwendet, um im historischen Vergleich eine Indikation über mögliche realwirtschaftliche Implikationen der Krise ableiten zu können. Immer häufiger wird in diesem Zusammenhang auf die Große Depression Ende der 1920er-Jahre verwiesen. Denn der aktuelle Einbruch der Konjunkturindikatoren fällt – auch aufgrund der globalen Synchronisierung – deutlich stärker aus, als während der Finanzkrise im Jahr 2009. Doch die aktuelle Krise hat relativ wenig mit der Großen Depression gemein. Zum einen zog sich diese in den USA über Jahre hin. Es handelte sich also weniger um einen Schock, als vielmehr um eine Phase des wirtschaftlichen Zerfalls. Dies war vor allem in der Industrie zu erkennen, deren Produktion damals um fast 50 % einbrach.

Kann dies auch jetzt geschehen? Ist ein L-förmiger Verlauf der Konjunktur anstelle des vielfach prognostizierten V-Verlaufs möglich? Sind somit perspektivische Aufhol- und Normalisierungseffekte vielleicht mittelfristig gar nicht zu erwarten? Nein, der Vergleich hinkt. Die Große Depression hatte grundsätzlich andere Gründe und eine Wiederholung ist so gut wie ausgeschlossen: Der Staat schaut nicht wie damals passiv zu, wie negative Kreisläufe die Wirtschaft zerlegen. Keynesianisch orientierte Politik stellt sicher, dass die Konjunktur nicht über mehrere Jahre einbrechen wird. Die Folgen der Coronavirus-Krise werden andere sein: Die Schuldenquoten werden, wie nach jeder Krise seit der Großen Depression, steigen und eine zunehmende Notwendigkeit von Schuldenschnitten (auch durch die Notenbanken) mit sich bringen. Eine Normalisierung wird kommen, davon ist auszugehen. Wie stark sie sein wird, bleibt unsicher.

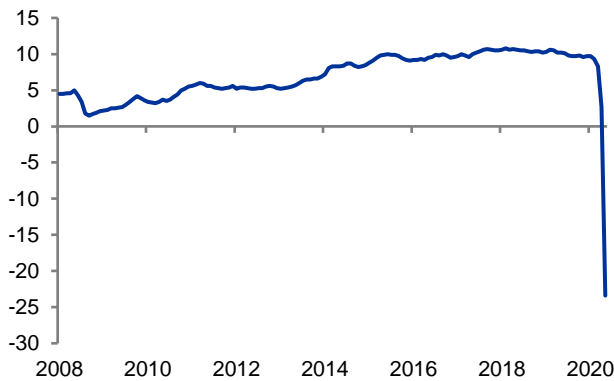
Deutschland: ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



Quelle: ifo



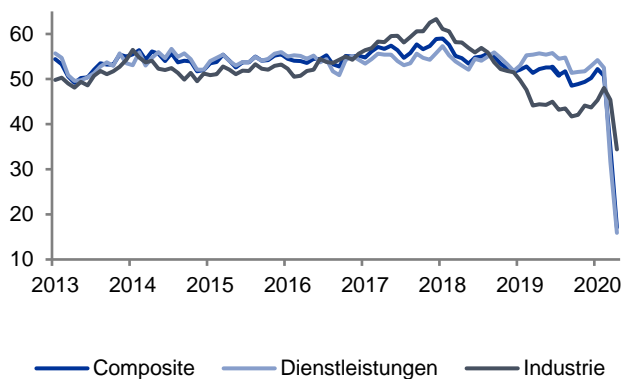
Deutschland: GfK Konsumklima, Diffusionsindex



Quelle: Bloomberg



Deutschland: Einkaufsmanager Index



Quelle: Bloomberg



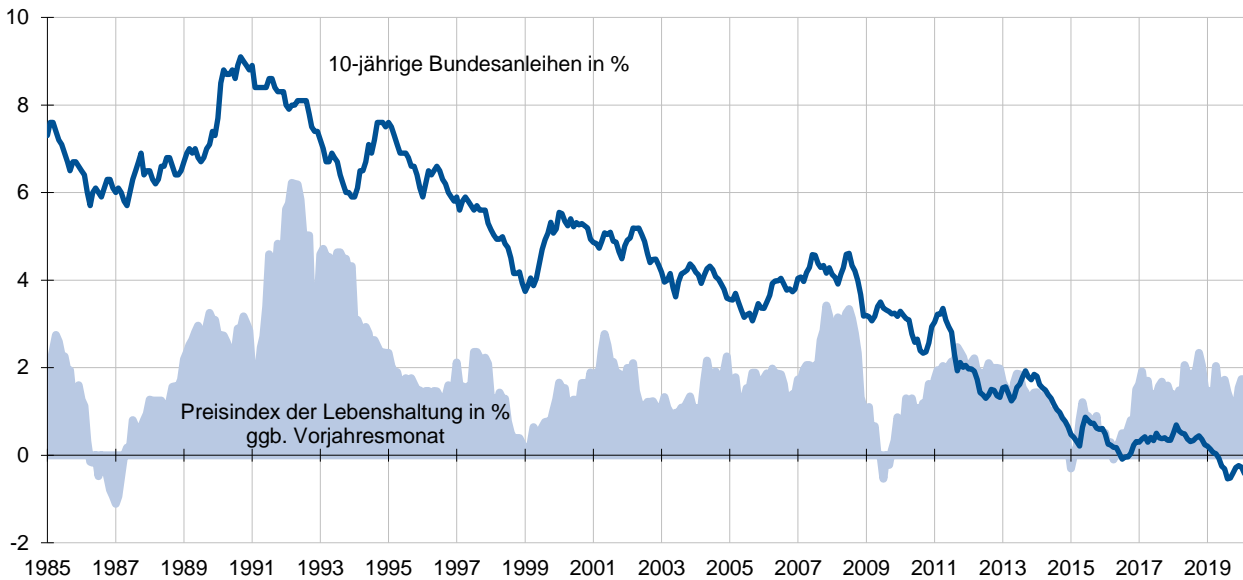
Das ifo Geschäftsklima ist im April erneut eingebrochen. Das ist nicht überraschend – da der Shutdown den gesamten April betraf und nicht nur einen halben Monat wie im März.

Der ifo Index ist ein statistisch bedeutender Frühindikator für das deutsche BIP-Wachstum im kommenden Quartal. Der ifo-Wert für April wäre demnach eine erste Indikation über den BIP-Verlauf im dritten Quartal, für das viele Analysten einen deutlichen Aufholeffekt erwarten. Empirische Analysen haben gezeigt, dass der gesamte ifo Index die höchste Aussagekraft für den kurzfristigen BIP-Verlauf aufweist und nicht die einzelnen Komponenten. Gerade im aktuellen Umfeld ist die starke negative Veränderung bei der Beurteilung der aktuellen Lage von geringer Aussagekraft. Sie spiegelt die überzogen depressive Stimmung in der Wirtschaft infolge des Shutdowns und erschwert, den zu erwartenden BIP-Verlauf im dritten Quartal zu prognostizieren. Deshalb wurde in der aktuellen empirischen Analyse nur die Erwartungskomponente des ifo Geschäftsklimas berücksichtigt. Die Frage, die im Fokus steht, ist: Erwartet die Realwirtschaft bereits aktuell einen deutlichen Aufholeffekt im dritten Quartal, oder ist es hierfür noch zu früh?

Da auch die Erwartungskomponente des ifo Geschäftsklimas erneut deutlich eingebrochen ist – wenn auch nicht so stark wie die Lagebeurteilung –, scheint die negative Stimmung die Erwartungskomponente stark zu beeinflussen. Unternehmen sehen angesichts der aktuellen Situation noch keine Perspektive für eine mögliche Normalisierung – geschweige denn für Aufholeffekte im dritten Quartal. Hier könnte sich zudem niederschlagen, dass viele Unternehmen womöglich keine Perspektive mehr sehen, sollte sich die Lage nicht kurzfristig aufhellen.

Es ist absolut entscheidend, dass sich die Erwartungskomponente in den kommenden Monaten nicht nur stabilisiert, sondern aufhellt, um die Annahme einer Normalisierung der Wirtschaftsdynamik im dritten Quartal aufrecht zu halten. Das ist auch deshalb notwendig, damit der Schock im zweiten Quartal keinen nachhaltigen Schaden für die deutsche Unternehmenslandschaft mit sich bringt. Von bedeutenden Aufholeffekten bereits im dritten Quartal 2020 ist nicht unbedingt auszugehen, aber sicherlich sind Wachstumsimpulse durch die Industrie möglich.

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

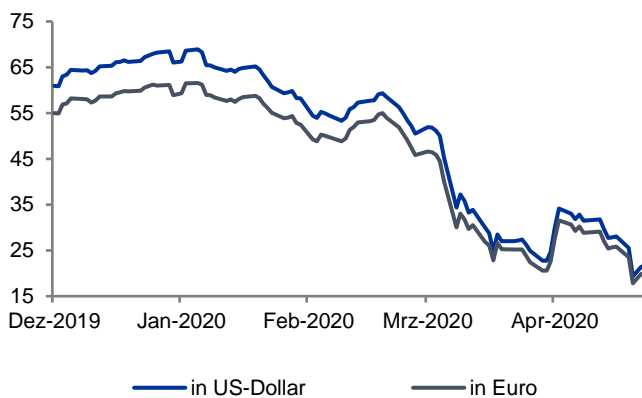


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Ölpreisverfall ist ein zweiseitiges Schwert für die Weltwirtschaft, ...

Ölpreis, Brent/Barrel in US-Dollar und Euro



Quelle: Bloomberg; IKB-Berechnung

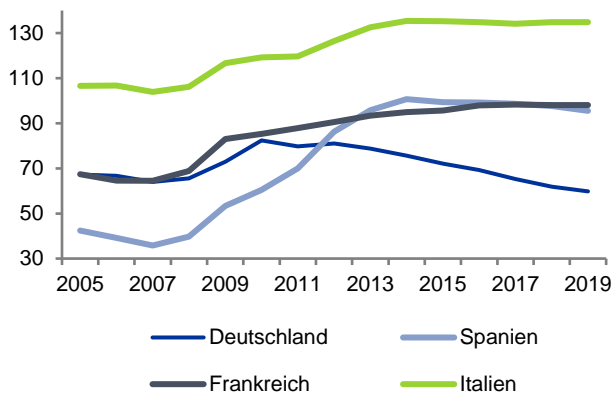


Wie in früheren Krisen spiegelt sich das Ausmaß der aktuellen wirtschaftlichen Turbulenzen in den Preisen von Rohstoffen wider. Während der Goldpreis durch Risikoaversion und Zinssenkungen beflügelt wird, sank der Ölpreis so tief, wie es vor Jahren bereits für Zinsen als unmöglich gegolten hatte – der Preis wurde negativ. Das Herunterfahren der Weltwirtschaft und der daraus folgende Nachfrageeinbruch nach Öl hat einen regelrechten Preisabsturz verursacht – jüngst verstärkt durch begrenzte Lagerkapazitäten. Dieser Preisverfall zeigt sich in Deutschland schon länger an den Tankstellen und wird die Inflationsrate kurzfristig weiter unter Druck setzen.

Dies wiederum stärkt die Kaufkraft der Haushalte. Somit stellt ein fallender Ölpreis für die meisten Industrieländer eine konjunkturelle Unterstützung dar, auch weil er weder die Staatskassen, die Handelsbilanz noch das lokale Produktionswachstum der Industrie belastet. Für viele Schwellenländer ist dies jedoch nicht der Fall. In Ländern, für die Öl eine wichtige Einnahmequelle für den Staat und die Fremdeisen ist, führt ein Ölpreisverfall unweigerlich zu einem höheren fiskalischen Defizit und geringeren Deviseneinnahmen bzw. einer Ausweitung des Handelsbilanzdefizits. Für wenig diversifizierte Volkswirtschaften mit Fokus auf Öllieferungen sind Wachstumseinbrüche zudem die Folge, da Investitionen im Ölsektor und die -förderung zurückgehen. Zwar gilt dies auch für die USA, die durch die Nutzung des Fracking relativ hohe Produktionskosten aufweisen. Allerdings ist der Beitrag der Ölproduktion am US-BIP eher überschaubar, während der US-Konsument von den sinkenden Ölpreisen profitieren wird. Da das Angebot einzelner Ölländer keinen Einfluss auf den Preis ausüben kann, hat ein Preisverfall oftmals höhere Fördermengen zur Folge, um fehlende Einnahmen zu kompensieren. Betrifft dies jedoch mehrere Länder, dann ist mit einer ausreichend großen Produktionserhöhung zu rechnen, die den Preisverfall weiter beschleunigt. Somit zeigen Rohstoffe im Allgemeinen und Ölpreise insbesondere grundsätzlich und selbst bei nur moderaten Veränderungen der Nachfrage hohe Preisausschläge und damit Übertreibungen. Diese Dynamik ist aktuell zu beobachten.

... breite Anzahl von Bonitätsherabstufungen ist zu erwarten

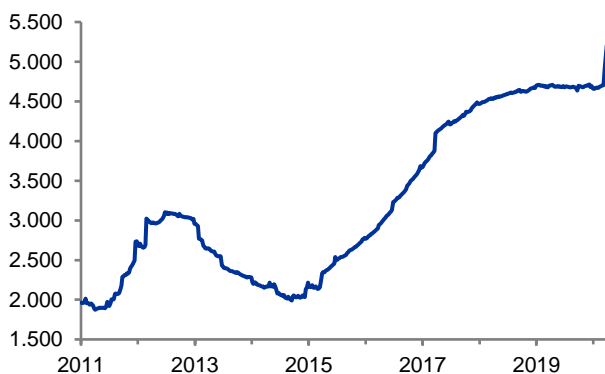
Staatsschulden in % des BIP



Quelle: Eurostat



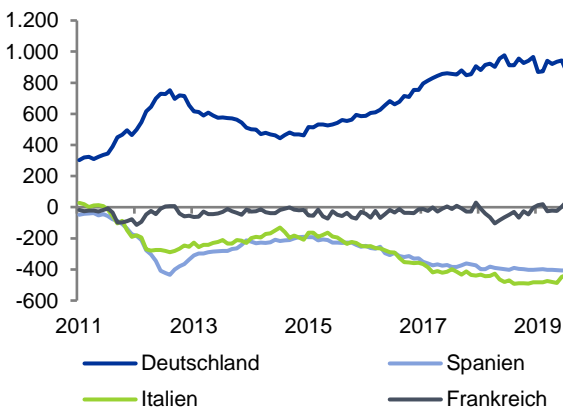
EZB-Bilanzsumme in Mrd. Euro



Quelle: Bloomberg



Target-2-Salden ausgewählter Euro-Länder in Mrd. Euro



Quelle: EZB



Die Coronavirus-Krise wird infolge des wirtschaftlichen Einbruchs und steigender Staatsschulden zu einer Überprüfung der Bonität vieler Länder führen. Laut der Rating Agentur Standard & Poor's hat sich die Bonitätseinschätzung für Staaten in den letzten zehn Jahren im Schnitt um eine Bonitätsstufe verschlechtert. Die BIP-gewichtete Ratingnote liegt nun bei A+ im Vergleich zu AA- im Jahr 2008. Es ist davon auszugehen, dass nach der aktuellen Krise die Durchschnittsbonität weiter sinken wird. Da Schwellenländer oftmals Handelsbilanz- und Haushaltsdefizite ausweisen, die nur mit hohem BIP-Wachstum, Kaptaleinfuhren und positiver Rohstoffpreisentwicklung stabil zu halten sind, ist eine Welle von Herabstufungen der Länderbonitäten zu erwarten. So wurden bereits die Ratingnoten Südafrikas und Mexikos gesenkt, weitere Verschlechterungen sind für Schwellenländer wie Brasilien, Indonesien und der Türkei in Kürze zu erwarten ist. Da Südafrika und die Türkei Netto-Ölimporteure sind, profitieren sie zwar vom Ölpreisrückgang. Dies reicht allerdings nicht aus, die strukturellen Haushalts- und Handelsbilanzdefizite und deren Ausweitung infolge der Coronavirus-Krise im Rahmen zu halten.

Doch auch Länder in der Euro-Zone sind gegenüber Bonitätsherabstufungen nicht immun. Italiens Bonität hat sich von A+ im Jahr 2008 auf derzeit BBB verschlechtert, Portugals Note von AA- auf BBB. Weitere Herabstufungen für Spanien oder Frankreich wären nicht überraschend. Das Ausmaß der europäischen Ratinganpassungen hängt jedoch weniger von der Schuldenquote als vielmehr von Zusagen der EU und der EZB ab. So kann Italiens Schuldenquote auf bis zu 150 % ansteigen. Mit der EZB als größter Gläubiger und EU-Maßnahmen als alternative Finanzierungsquelle dürfte die Schuldentragfähigkeit dennoch gesichert sein. Eine zunehmende Vergemeinschaftung in der Euro-Zone bzgl. Haftungen und Verpflichtungen ist bereits klar erkennbar – auch an den weiterhin bedeutenden Volumen der Target-2-Salden. Statt einer gemeinsamen Haftung in Form von Eurobonds geht die EU nun den Weg einer gemeinsamen Haftung über den EU-Haushalt. Was weiterhin fehlt ist ein glaubwürdiges und überzeugendes Bekenntnis der Euro-Staaten zu Grundregeln einer stabilen Währungsgemeinschaft. Hierzu müsste für viele Länder allerdings erst einmal die Schuldenquote auf ein Niveau reduziert werden, mit dem deren Politik wieder handlungsfähig wird.

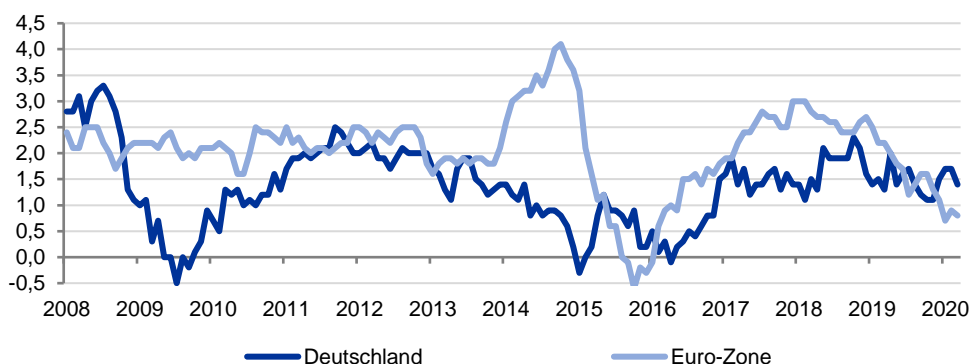
Coronavirus-Krise: kaum Inflationsgefahr

Fazit: „Wird weniger produziert als nachgefragt, kommt es zur Inflation.“ Diese Befürchtung wird auch im Kontext der aktuellen Coronavirus-Krise immer wieder geäußert. Empirische Ergebnisse deuten jedoch darauf hin, dass es umgekehrt ein Produktionsschub ist, der eine Erholung der Nachfrage einleitet. Ein Ungleichgewicht in der Wirtschaft infolge eines Produktionseinbruchs ist demnach nicht zu erwarten, denn dieser würde die Nachfrage über nachlassendes Vertrauen, höhere Arbeitslosigkeit und Einkommensverluste reduzieren und eine Inflation verhindern. Ein Inflation generierender Angebotschock führt also in aller Regel zu einer ausgleichenden Nachfragekorrektur. Deshalb ist in Krisenzeiten ohne fiskalische Stützung und soziale Sicherheitsnetze auch eher eine Deflation wahrscheinlich als eine Inflation – wie die Große Depression in den Jahren 1929 bis 1932 gezeigt hat.

Die Fiskalpolitik der Bundesregierung hat sich vor allem auf die Angebotsseite der Wirtschaft fokussiert. Es geht ihr weniger um die Stimulierung der Nachfrage als vielmehr um die Aufrechterhaltung von Produktionskapazitäten. Eine effektive Nachfragestimulierung – etwa durch Helikoptergeld – wäre aktuell schwer zu realisieren und würde eher für Inflation sorgen als für Wachstum. Eine deutlich anziehende Nachfrage infolge von Aufholeffekten sollte hingegen kaum zu Inflationsgefahr führen. Empirische Schätzungen deuten darauf hin, dass die Angebotsseite in Erholungsphasen nach Krisen deutlich sensitiver auf die lokale Nachfrage reagiert als in „normaleren“ Zeiten. Dies gilt für Deutschland ebenso wie für die Euro-Zone.

Eine Implikation der Coronavirus-Krise, die immer wieder diskutiert wird, ist die Möglichkeit eines Inflationsschubs. Denn die Produktion in vielen Ländern ist zunehmend zum Erliegen gekommen und es droht eine Unterversorgung, die zu höheren Preisen führen könnte. Dies könnte vor allem dann eintreten, wenn der „Angebotsschock“ aufgrund stillgelegter Fabriken länger anhält als nur ein paar Wochen. Dazu kommt die Sorge, die globalen Produktionsketten könnten erst mittelfristig wiederhergestellt sein, was im Kontext der globalen Vernetzung zu Lieferengpässen führen würde. Aktuell dämpfen zwar insbesondere Rohstoffpreise und Energiekosten den allgemeinen Preisanstieg. **Eine möglicherweise schnelle Erholung der Nachfrage, auch durch Aufholeffekte, schürt allerdings die Furcht vor ansteigendem Preisdruck** – vor allem wenn der Angebotsschock anhält bzw. die lokale Angebotsseite nicht schnell genug anspringt.

Abb. 1: Inflation in % im Jahresvergleich



Quelle: Eurostat

Reagiert die lokale Angebotsseite nicht ausreichend auf einen Nachfrageschub, steigt nicht nur die Inflation, auch die Anzahl der Importe nimmt zu. Ob Inflation oder mehr Importe, beides bedeutet, dass die Nachfrageerholung oder -stimulierung nur begrenzt Wachstum schafft. Eine Nachfragestimulierung, zum Beispiel durch fiskalische Maßnahmen, wäre dann wenig effektiv, um die Wirtschaft aus einer Stagnation oder einem anhaltenden Schock zu befreien. Ist die Inflationssorge berechtigt, und wo sollte die Fiskalpolitik ansetzen?

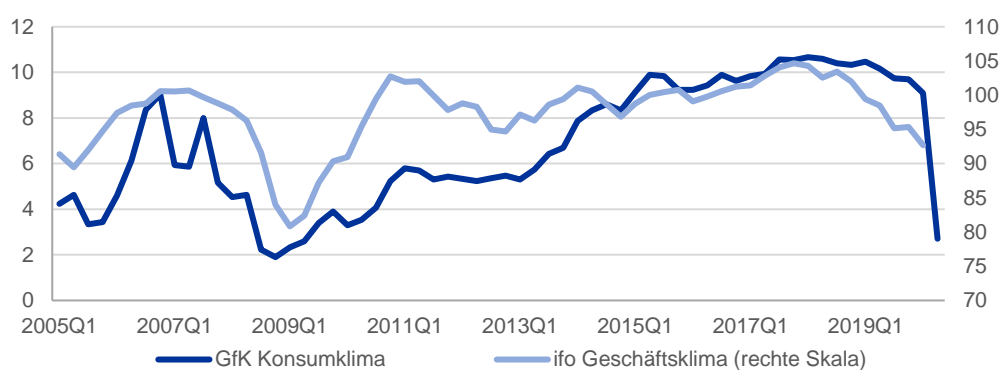
Fiskalpolitik fokussiert sich auf die Angebotsseite der Wirtschaft

Die Fiskal- sowie Geldpolitik in der Euro-Zone versucht primär, die realwirtschaftlichen Implikationen der Coronavirus-Krise abzufedern. Sie sichert ein Mindesteinkommen durch ausgeweitete Sozialsysteme und stellt Liquidität für Unternehmen bereit. Auch wird mit Kurzarbeit in Deutschland sichergestellt, dass die Produktion bei ansteigender Nachfrage relativ schnell hochgefahren werden kann. **Insgesamt können also die**

fiskalpolitischen Maßnahmen der deutschen Regierung als Stützungen der Angebotsseite eingestuft werden. Zwar ergeben sich auch Transferzahlungen durch die Kurzarbeitsregelung, um den Einkommenseffekt der Krise abzufedern. Diese Maßnahmen sind allerdings bei weitem nicht ausreichend, um in der aktuellen Zeit hoher Unsicherheit einen effektiven Nachfrageschub sicherzustellen. Dies zeigt sich auch am GfK-Konsumklima, das genauso eingebrochen ist wie das ifo Geschäftsklima, welches die Stimmung der Angebotsseite spiegelt.

Der deutsche Staat hat bisher keine Stützung in Form von Transferzahlungen an Privatpersonen vorgenommen, um die Nachfrage zu stimulieren. **Der Fokus liegt klar auf der Aufrechterhaltung der Angebotsseite. Diese Strategie hat sich bereits in der Finanzkrise bewährt,** als die Wirtschaft die Produktion relativ schnell wieder hochfahren konnte, es kam zu Wirtschaftswachstum statt zu Inflation und Importschüben. Damit stellt sich die Frage, auf was die Angebotsseite reagiert? Benötigt sie keine Nachfrage aus dem In- und Ausland? Macht nicht eine Stimulierung der Wirtschaft durch Nachfrageimpulse Sinn – vor allem, wenn sich die Auswirkungen der aktuellen Krise lokal wie global länger hinziehen als erwartet?

Abb. 2: Stimmungsindikatoren: GfK Konsumklima und ifo Geschäftsklima



Quelle: Bloomberg (Monatsdurchschnitt als Quartalswerte)

In Krisenzeiten treibt das Angebot die Nachfrage

Empirische Analysen auf Basis der Quartalsdaten von 1995 bis 2019 zeigen, dass ein Angebotsschub in aller Regel kurz vor einer Erholung der Nachfrage einsetzt. Das Saysche Theorem, Angebot schaffe seine eigene Nachfrage, scheint zumindest in Krisenzeiten relevant zu sein. Zunächst mag dies befremdlich klingen. Schließlich ist auf Unternehmensebene ein volles Auftragsbuch notwendig, um die Produktion anlaufen zu lassen – demnach würde sich also zuerst die Nachfrage beleben und dann Produktion und Angebot. Allerdings führt ein Einbruch der Angebotsseite über Löhne, Arbeitslosenquoten und Konsumvertrauen zu einem Nachfrageschock. **Deshalb verursacht ein Schock auf der Angebotsseite eine Reaktion auf der Nachfrageseite der Wirtschaft** – zumindest in Bezug auf die lokalen Nachfrager, deren Einkommen von der Produktion bestimmt wird. Anders herum funktioniert die Kausalkette weniger. Ohne steigendes Einkommen infolge einer sich erholenden Angebotsseite ist keine effektive Nachfrage als Impuls möglich. Dies kann dann nur exogen – also infolge von fiskalischen oder geldpolitischen Maßnahmen – ausgelöst werden.

Für die Euro-Zone sowie Deutschland gilt, die Angebotsseite reagiert zuerst und verursacht dann eine Stimmungsaufhellung, die zur Nachfragebelebung führt. In der Vergangenheit mag es zu fehlenden Nachfrageimpulsen gekommen sein, weil fiskalische Maßnahmen auf der Nachfragerseite nicht ausreichend waren, um einen genügend großen Impuls zu liefern, der die Angebotsseite spürbar beeinflusst hätte. Zwar unterstützte der Staat auch die Nachfrageseite durch fiskalische Maßnahmen. Der Fokus lag jedoch auf Stabilisierung und nicht auf Stimulierung. Deshalb folgte einem Angebotsschock auch immer ein Nachfrageschock. Empirische Ergebnisse deuten auch aktuell darauf hin, **dass der Schock auf der Angebotsseite zu keinem bedeutenden Inflationsdruck führen wird, da eine Nachfrageerholung nicht unabhängig von der Angebotsseite zu erwarten ist.** Ein deutliches Ungleichgewicht in der Wirtschaft ist demnach in der aktuellen Krise eher unwahrscheinlich.

In der großen Depression zwischen 1929 und 1933 ging das US-BIP infolge fehlender Stützungsmaßnahmen der US-Regierung um 30 % zurück, die Industrieproduktion halbierte sich fast. Trotz dieses gigantischen Angebotsschocks fielen die Preise allerdings deutlich – 1932 lag die Inflationsrate bei -10 % – da der negative Nachfrageschock noch bedeutender war; denn die Arbeitslosenquote erreichte im Jahr 1932 25 %. Somit ist aktuell eher die Furcht vor einer sinkenden Inflationsrate begründet, allerdings nur so lange, wie die Krise anhält. Der Sozialstaat sowie ein hohes Pro-Kopf-Vermögen verhindern allerdings aktuell einen überzogen negativen Nachfrage- und damit Deflationsschock, zumindest in der Euro-Zone und in Deutschland.

Helikoptergeld – Timing ist alles

Aktuell wird Helikoptergeld mehr und mehr als weiteres Mittel zur Bekämpfung der Coronavirus-Krise ins Spiel gebracht. In Abhängigkeit vom Volumen könnte das durchaus für Inflation sorgen. Denn die Geldmenge in der Realwirtschaft würde sofort ansteigen und zu einem effektiven Nachfrageanstieg führen, der jedoch aufgrund des Angebotsschocks nicht zufriedenstellend bedient werden könnte. In diesem Falle wäre der Ausgangspunkt in der Tat die Nachfrageseite.

Führt Helikoptergeld relativ schnell zu Wirtschaftswachstum, könnte dies einem Inflationsanstieg entgegenwirken. In der aktuellen Krise, die von der Angebotsseite eingeleitet wurde, dürfte dies allerdings kaum der Fall sein. **Helikoptergeld würde als Stimulierungsmaßnahme also nur dann Sinn machen, wenn sich die Produktion bzw. Angebotsseite bereits stabilisiert hat, es aber an effektiver und ausreichender Nachfrage fehlt.** Da jedoch eine Angebotserholung auch die Nachfrageimpulse liefert, ist die Notwendigkeit solch einer Politik fraglich. Entscheidend ist eher, dass die Angebotsseite einen ausreichend großen Aufholeffekt zeigt.

Auch in den USA wird die Nachfrage trotz direkter Transferzahlungen angesichts fehlender sozialer Sicherheitssysteme dem Angebotsschock folgen, sodass auch dort von keinem erhöhten Inflationsdruck auszugehen ist. Der aktuelle und beispiellose Sprung der Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe zeigt bereits in diese Richtung. Angesichts des Stimmungseinbruchs der US-Haushalte würde Helikoptergeld aktuell kaum Wachstumsimpulse liefern. Aber auch ein Inflationsanstieg wäre nicht zu erwarten, da von einer erhöhten Risikoaversion der privaten Haushalte mangels sozialer Sicherungssysteme auszugehen ist.

Aufholeffekte der Nachfrage sind wachstums- und nicht inflationsfördernd

Um anhaltendes Wachstum nach der Coronavirus-Krise zu sichern, ist es entscheidend, dass die Angebotsseite ausreichend sensitiv auf eine steigende Nachfrage reagiert. Auch stellt sich die Frage, ob bei einer anhaltenden Flaute und kaum spürbaren Aufholeffekten eine Stimulierung der lokalen Nachfrage nicht doch eine Handlungsoption für die EU darstellt. Oder wird solch eine Initiative vor allem zu Inflation und Importwachstum führen und somit eher verpuffen?

Empirische Schätzungen für die Zeit vor der Finanzkrise betonen die Bedeutung der Binnennachfrage für das BIP-Wachstum der Euro-Zone. Diese Bedeutung hat sich allerdings seit der Finanzkrise deutlich reduziert. Nach der Finanzkrise war die Exportnachfrage ein wichtiger Wachstumstreiber. Da Deutschland vor und nach der Finanzkrise von 2009 eine bedeutende Exportnation war, sind die empirischen Schätzungen über den Einfluss der Binnennachfrage auf das deutsche Wirtschaftswachstum relativ stabil. Entscheidend ist jedoch, dass für Deutschland und die Euro-Zone die Empfindlichkeit des Wirtschaftswachstums auf die Nachfrage direkt nach der Finanzkrise deutlich höher ausfiel. Eine effektive Nachfragestimulierung kann demnach in einer Aufholphase bedeutende Wachstumsimpulse liefern. Ein eskalierendes Inflationsrisiko ist hingegen selbst bei einer stark anziehenden Nachfrage bzw. kräftigen Nachfragestimulierung nicht zu erwarten. **Dient die Finanzkrise als Beispiel, wird die Angebotsseite und damit das Wachstum auf eine sich normalisierende Nachfrage ausreichend reagieren. Es wird nicht zu einem zunehmenden Inflationsdruck kommen.**

Coronavirus-Krise in den USA: „Survival of the richest?“

Fazit: Aktuell wird viel darüber spekuliert, wie die US-Wirtschaft nach der Coronavirus-Krise aussehen wird und ob sich die allgemeine Annahme einer V-förmigen Erholung bestätigen wird.

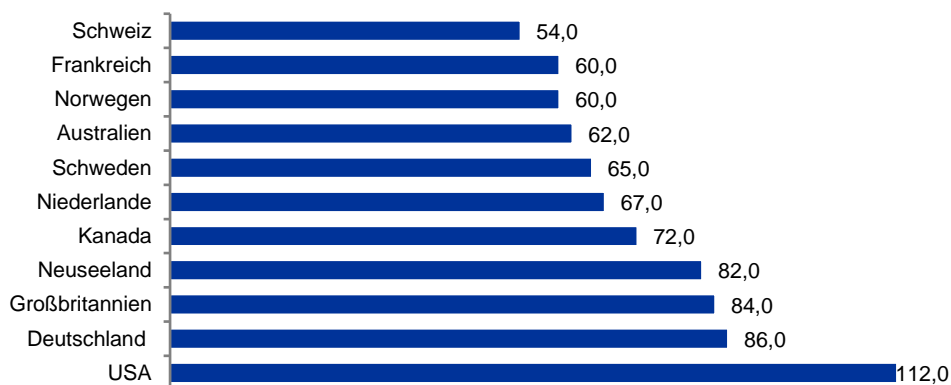
Für die unteren Einkommenschichten ist die Entwicklung einfacher vorhersagbar – aber leider auch entmutigender. Denn ein wirtschaftlicher Einbruch hat in aller Regel einen längeren negativen Einfluss auf die Armutsstatistiken der USA als auf das BIP-Wachstum. Unabhängig von der Konjunkturerwicklung wird sich die Coronavirus-Krise noch auf Jahre hinaus in einer steigenden Quote von Essensmarkenempfängern niederschlagen. Daran werden auch Schecks der US-Administration nichts ändern – selbst, wenn sie von Präsident Trump unterschrieben werden.

Untere Einkommenschichten doppelt belastet

Obwohl die USA deutlich höhere Pro-Kopf-Ausgaben im Gesundheitswesen haben als alle anderen OECD-Länder, kommen die Leistungen bei einem großen Teil der Bevölkerung nicht an. Denn die medizinische Versorgung ist in den USA abhängig vom Einkommen und vor allem von geregelter Arbeit. Die Coronavirus-Krise wird deshalb die unteren Einkommenschichten in den USA doppelt treffen – nicht nur wegen drohenden Jobverlusts und fehlendem Sozialnetz, sondern auch aufgrund einer nicht ausreichenden bzw. ungleichen gesundheitlichen Versorgung.

Bereits vor der Pandemie hatte ein großer Anteil der US-Bevölkerung Probleme, Rechnungen für Gesundheitsdienste zu bezahlen. Die Folge ist, dass Viele gar nicht oder zu spät zum Arzt gehen. In einer Umfrage von Dezember 2019 bestätigten 25 % aller US-Bürger, dass sie oder ein Mitglied ihrer Familie medizinische Hilfe für eine schwere Krankheit aus Kostengründen verschoben haben. Rund 27,5 Mio. Menschen, und damit ca. 8 % der Bevölkerung der USA, haben keine Krankenversicherung – Tendenz steigend. Angesichts dessen verwundert es nicht, dass die USA im Vergleich zu anderen OECD-Ländern die höchste Rate an vermeidbaren Todesfällen aufweisen.

Abb. 1: Vermeidbare Todesfälle, je 100.000 Einwohner, 2016



Quelle: Roosa Tikkanen and Melinda K. Abrams, *U.S. Health Care from a Global Perspective, 2019: Higher Spending, Worse Outcomes?* (Commonwealth Fund, Jan. 2020). <https://doi.org/10.26099/7avv-fc29>

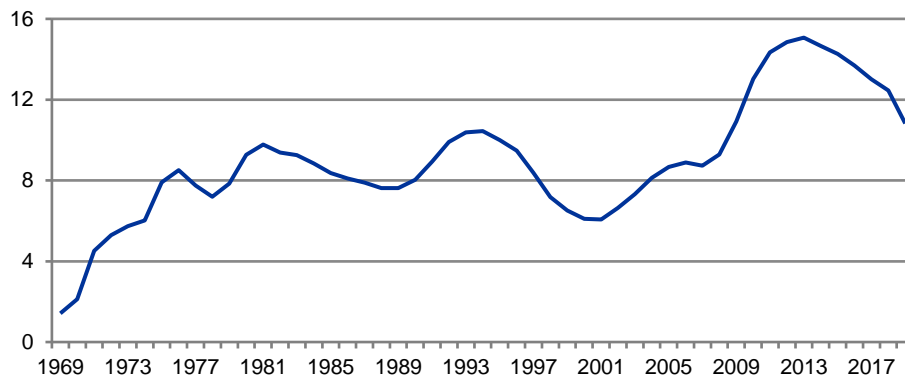
Dank eines im historischen Vergleich niedrigen Zahlungsverzugs bei Immobilienkrediten besteht zumindest für Immobilieneigentümer (ca. 65 % aller US-Haushalte) die Möglichkeit, über eine Refinanzierung ausreichende Überbrückungsliquidität sicher zu stellen (aufgrund steigender Immobilienpreise und sinkender Zinsen). Für Haushalte mit schwacher Zahlungshistorie (so genannte sub-prime Kreditnehmer) besteht diese Möglichkeit nicht. **So wird die Sterberate infolge des Coronavirus bei unteren Einkommenschichten deutlich stärker ansteigen als bei Besserverdienern**. Auch wird die Ungleichheit der Einkommen weiter ansteigen.

Schockeffekte haben einen langen Einfluss auf untere Einkommenschichten

Die zunehmende Einkommensungleichheit in den USA ist bekannt. So erzielen die reichsten 5 % der US-Haushalte fast ein Viertel des Einkommens aller Haushalte. Das Wirtschaftswachstum der letzten Jahre war nur begrenzt effektiv darin, US-Bürger aus den unteren Einkommenschichten besser zu stellen bzw. die Anzahl der Bürger ohne Krankenversicherung zu reduzieren. Allein auf den Trickle-Down-Effekt des

Wirtschaftswachstums zu setzen war demnach nicht ausreichend, um die sich öffnende Schere zwischen reich und arm in den USA zu schließen. Dies zeigt sich besonders deutlich an der Anzahl der Empfänger von Essensmarken. Deren Bevölkerungsanteil ist infolge der Finanzkrise von 2009 deutlich angestiegen, ging aber trotz anhaltend robusten Wachstums in den Folgejahren nur moderat zurück. Selbst über 10 Jahre später blieb die Quote im Jahr 2019 mit knapp unter 11 % deutlich höher als vor der Finanzkrise. **Größere Konjunkturschocks wie die Ölkrise Anfang der 1970er-Jahre oder die Finanzkrise hatten nicht nur eine stark ansteigende Anzahl von Essensmarkenempfängern zur Folge, sie haben auch zu einem fundamental höheren Niveau ihres Anteils an der Bevölkerung geführt.** Eine ähnliche Entwicklung wird die Coronavirus-Krise verursachen. Sie wird unweigerlich die Ungleichheiten in der US-Gesellschaft bzw. die Armutsrate weiter und vor allem nachhaltig nach oben treiben.

Abb. 2: Essensmarkenempfänger in den USA, in % der Bevölkerungszahl



Quelle: US-Dept. of agriculture, IKB-Berechnung

Empirische Analysen der IKB deuten darauf, dass die Auswirkungen eines Konjunkturschocks auf den Anteil der Essensmarkenempfänger deutlich länger anhalten, als es bei der BIP-Entwicklung der Fall ist. Hier sorgen keynesianische Stützungsmaßnahmen von Geld- und Fiskalpolitik seit der großen Depression zeitnah für Entlastung. **Ein Wachstumseinbruch hat deshalb in der Regel einen nur kleinen und schnell abflachenden Einfluss von maximal 2 bis 3 Jahren auf die BIP-Entwicklung.** Dies steht im deutlichen **Gegensatz zur Dynamik beim Anteil der Essensmarkenempfänger.** Hier ist der Einfluss eines Konjunkturschocks noch nach mehreren Jahren deutlich erkennbar. Während also US-Fiskal- und -Geldpolitik der US-Wirtschaft relativ schnell zurück zur Normalität verhelfen, kommt diese Politik hingegen bei unteren Einkommensschichten nicht an

Um den Einfluss eines Konjunkturschocks auf die unteren Einkommensschichten zu begrenzen, sind demnach Gegenmaßnahmen notwendig. Es reicht nicht aus, den Schock „auszusitzen“. Denn selbst in konjunkturellen Wachstumsphasen erholt sich der Arbeitsmarkt meist nur graduell. Ähnliches gilt für den Lohn der unteren Einkommensschichten. Beides verhindert schnelle positive Aufholungseffekte nach einem Konjunkturschock. Für untere Einkommensschichten könnte die Coronavirus-Krise deshalb mehr an die Große Depression Anfang der 1930er-Jahre des vergangenen Jahrhunderts erinnern, als an die Finanzkrise.

Wie schlimm könnte es kommen?

Selbst ein im Vergleich zu aktuellen Prognosen eher moderater BIP-Rückgang in den USA im Jahr 2020 von ca. 4 % wird die Quote von Essensmarkenempfängern im aktuellen Jahr – aber auch in den Folgejahren – deutlich nach oben bewegen. Viele US-Bürger werden infolge der Coronavirus-Krise in die Armut rutschen. Auch wenn eine Aufholeffekt beim BIP-Wachstum in den Folgejahren stattfindet wird – die IKB geht von 7 % Wachstum in den Jahren 2021 und 2022 aus, – deuten Schätzungen vor allem für dieses und nächstes Jahr auf einen deutlichen Anstieg des Anteils der Essensmarkenempfänger. Da sich die Anzahl der Erwerbslosen, die einen wichtigen Treiber der Essensmarkenquote darstellen, nur langsam verringern wird, ist selbst im Jahr 2022 von einer ansteigenden Anzahl betroffener Menschen auszugehen. **Über 20 Mio. Menschen könnten dann zusätzliche Empfänger von Essensmarken sein. Deren Anteil an der Bevölkerung würde demnach auf einen neuen Höchststand von über 16 % ansteigen – und dies nicht nur kurzfristig, sondern vor allem in den Folgejahren der Krise. Dies wären über 50 Millionen US-Bürger.** Nicht berücksichtigt in

dieser Rechnung ist die gesundheitliche Komponente der Coronavirus-Krise – also Menschen, die infolge von Krankheiten bzw. fehlendem Zugang zum Gesundheitswesen in die Armut rutschen.

Wenn Präsident Trump davon spricht, dass die US-Wirtschaft in Takt sei und relativ schnell wieder hochfahren kann, so denkt er sicherlich nicht an die unteren Einkommensschichten. Sie werden von der Krise nachhaltig belastet werden. **Nötig wären bewusste und weitreichende soziale Maßnahmen, um die Folgeeffekte der Krise zu mildern. Aufgrund der aktuellen Wirtschaftspolitik ist jedoch zu befürchten, dass die Coronavirus-Krise die Ungleichheit in der US-Einkommensverteilung weiter verschärft und ein immer größerer Anteil der US-Bevölkerung marginalisieren wird** – selbst bei einer V-förmigen Entwicklung des BIP-Wachstums. Angebracht wäre eine Politik, die den Trickle-Down-Effekt erhöht. Weitere Sozialausgaben sind in diesem Kontext sinnvoller als Steuergeschenke oder einmalige finanzielle Handouts.

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%	-4,7%	3,5%
Euro-Zone	1,9%	1,2%	-6,0%	2,8%
UK	1,3%	1,4%	-5,1%	1,1%
USA	2,9%	2,3%	-4,3%	3,5%
Japan	0,3%	0,8%	-1,2%	1,1%
China	6,7%	6,2%	2,7%	13,1%

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

	2018	2019	2020P	2021P
Deutschland	1,7%	1,4%	0,8%	1,5%
Euro-Zone	1,8%	1,2%	0,5%	1,2%
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 %

	23. April 2020	in 3M	in 6M	Ende 2020
3M-Euribor	-0,16	-0,30	-0,42	-0,42
3M-USD-Libor	1,04	0,80	0,50	0,40
10-Jahre Bund	-0,43	-0,45	-0,40	-0,35
10-Jahre U.S. Treasury	0,61	0,60	0,65	0,72

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

	23. April 2020	in 3M	in 6M	Ende 2020
EUR/USD	1,08	1,10	1,12	1,13
EUR/GBP	0,87	0,92	0,96	0,95
EUR/JPY	117	115	114	112
EUR/CHF	1,05	1,05	1,04	1,06
EUR/HUF	357	355	348	350
EUR/CZK	27,6	27,5	27,8	27,8
EUR/TRY	7,50	7,40	7,40	7,50
EUR/PLN	4,54	4,55	4,57	4,50
EUR/RUB	80,5	83,0	82,0	80,0
EUR/MXN	26,4	25,5	25,2	25,5
EUR/ZAR	20,5	20,3	20,3	20,5
EUR/CNY	7,64	7,72	7,70	7,68
EUR/CAD	1,52	1,53	1,55	1,57
EUR/AUD	1,69	1,72	1,75	1,75

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-Böttzkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0
Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4492

April 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