

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: Der Nebel wird sich 2021 lichten **2**

Corona-Krise stellt deutsche Wirtschaft nach wie vor Herausforderungen • Belebung in Asien gibt Exportwirtschaft Hoffnung • Wertschöpfungsketten sind intakt • Weltweite synchrone Erholung 2021 sollte Impulse bringen

Kapitalmärkte: Wirksamer Impfstoff ist für positiven Ausblick alternativlos, aber nachhaltige Folgen der Pandemie sind dennoch zu erwarten **4**

Konjunkturbelebung ist nur mit erfolgreichem Impfstoff möglich • Nachhaltige Folgen wie hohe Schulden sind unausweichlich • Globalisierung wird sich fortsetzen • Coronavirus ist kein Inflationstreiber – dafür gibt es eher andere Ursachen

Insolvenzen in der Industrie: Coronaimpfstoff macht den Unterschied **6**

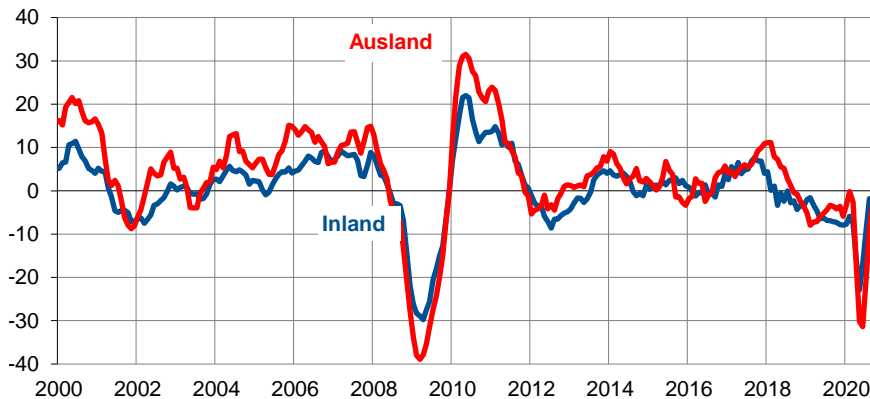
Impfstoff gibt Hoffnung auf stabile Erholung 2021 • Aber Insolvenzdruck hatte sich bereits im letzten Jahr aufgebaut • Ohne wirksamen Impfstoff steigt das Insolvenzrisiko für Unternehmen deutlich

US-Wahlausgang: Es macht keinen Unterschied für „Joe Average“ **9**

Für untere Einkommensschichten war ein Präsidentenwechsel bisher bedeutungslos • Viel entscheidender ist eine schnelle Erholung der US-Wirtschaft • Auch Steuerlast der Haushalte war bisher unabhängig von politischer Ausrichtung im Weißen Haus

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



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

BIP-Wachstum

Deutschland	-5,4
Euro-Zone	-7,1
UK	-11,2
USA	-3,4
Japan	-5,0
China	1,7

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

Deutsche Konjunktur: Der Nebel wird sich 2021 lichten

Die Stimmung der Wirtschaft hat sich – nicht überraschend – erneut eingetrübt. Auch wenn sich die Entwicklung des Verarbeitenden Gewerbes zuletzt als stabil erwiesen hat, belasten der aktuelle Lockdown und vor allem die konjunkturellen Unwägbarkeiten die Erwartungen. Diese Belastungen sind allerdings eher kurzfristiger Natur. Zwar ist im vierten Quartal des Jahres 2020 erneut mit einem BIP-Rückgang zu rechnen, der Ausblick für das Jahr 2021 wird dennoch vielfach zu negativ eingeschätzt.

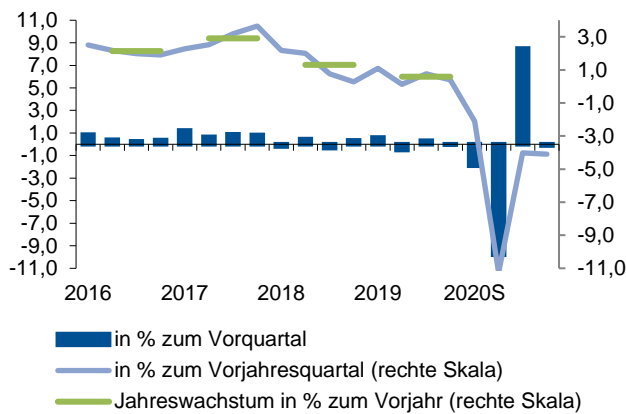
Zunehmende Impfquoten und das durch China und andere asiatische Länder initiierte globale Wirtschaftswachstum sollten vor allem in der zweiten Jahreshälfte 2021 für einen dynamischen Konjunkturverlauf sorgen und zunehmend Aufholeffekte als Wachstumstreiber ersetzen. Die IKB erwartet im nächsten Jahr ein BIP-Wachstum in Deutschland von rund 5 %. Haupttreiber dürften weniger Investitionen sein als vielmehr Export und privater Konsum.

V-Erholung im dritten Quartal bestätigt intakte Wertschöpfungsketten

Entscheidend für die Belebung war vor allem die einsetzende asiatische Wachstumsdynamik, die den Weltmarkt und die Industrieproduktion angekurbelt hat. Das hat der synchronen globalen Erholung im dritten Quartal einen deutlichen Schub verliehen und somit auch dem deutschen Export Impulse geliefert. Die deutschen Exporte stiegen entsprechend im dritten Quartal saison- und kalenderbereinigt um 18,1 % zum Vorquartal. Das Niveau lag allerdings immer noch 9,4 % unter dem Niveau des entsprechenden Vorjahresquartals. Zudem profitierte die schnelle Erholung des Exports vor allem davon, dass der aufgebaute Konsumstau aus dem zweiten Quartal abgebaut wurde. So stieg der private Konsum im dritten Quartal um 10,8 %. Das Niveau lag somit nur noch 3,7 % unter Vorjahresniveau.

Die Bedeutung der schnellen globalen Erholung – vor allem für das Verarbeitende Gewerbe – ist nicht zu unterschätzen, zeigt sie doch, dass globale Wertschöpfungsketten infolge des Corona-Einbruchs im zweiten Quartal nicht nennenswert betroffen wurden. Die deutsche Industrie konnte nach dem Lockdown im Frühjahr die Produktion wieder schnell hochfahren, und die weltweite Industrieproduktion fand zügig zurück zur relativen Normalität. Die anhaltende Erholungsdynamik vor allem in Asien hat hierbei sicherlich entscheidende Impulse für Nachfrage und Welthandel geliefert. So hat sich der Container-Umschlag in asiatischen Häfen deutlich dynamischer entwickelt als der für die gesamte Weltwirtschaft. Doch auch global wurde bereits wieder das Vorkrisenniveau erreicht. Es ist die anhaltende Dynamik des asiatischen Wachstums und des Welthandels, die den Ausblick für das Jahr 2021 verbessert. Während Aufholeffekte nachlassen werden, wird es vor allem die synchrone weltweite Erholung sein, die im Jahr 2021 ein starkes Wachstum für die deutsche Wirtschaft bringen sollte.

Deutschland: Reales BIP-Wachstum



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Schätzung

Aktuelle Stimmung – zu negativ?

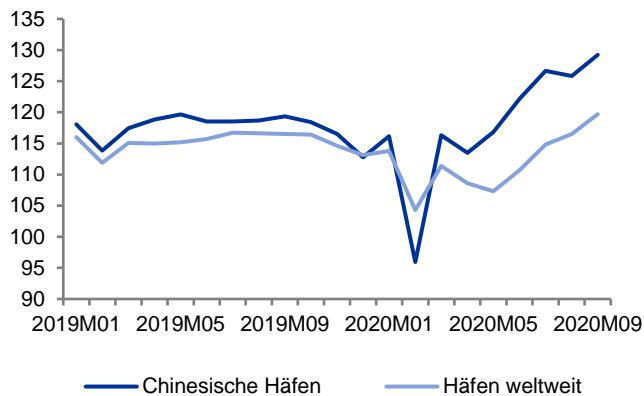
Aktuell wird die Stimmung in der Wirtschaft von der Realität eines andauernden Lockdowns und hohen Infektionszahlen belastet. Nachrichten über bald verfügbare Impfstoffe haben noch keinen positiven Einfluss auf den Ausblick für die nächsten sechs Monate.

Vor diesem Hintergrund hat das ifo Geschäftsklima im November erneut nachgelassen. Der Index sank um 2,0 Zähler auf 90,7 Punkte. Der zweite „Wellenbrecher-Lockdown“ hat dabei insbesondere die Geschäftserwartungen wieder deutlich eingetrübt. Dieser Teil-index reduzierte sich klar um 4,5 Zähler. Dagegen wurde die aktuelle Lage nur geringfügig schlechter eingeschätzt; hier gab es nur einen Rückgang um 0,3 Zähler. Vor allem der Dienstleistungssektor leidet unter dem erneuten Lockdown. Während die Industrie zwar weiterhin eine relativ stabile Lage vorfindet, führen Unsicherheiten über die Dauer und das Ausmaß des Lockdowns zur Eintrübung.

Ausblick 2021: Weltweite synchrone Belebung sollte Impulse bringen

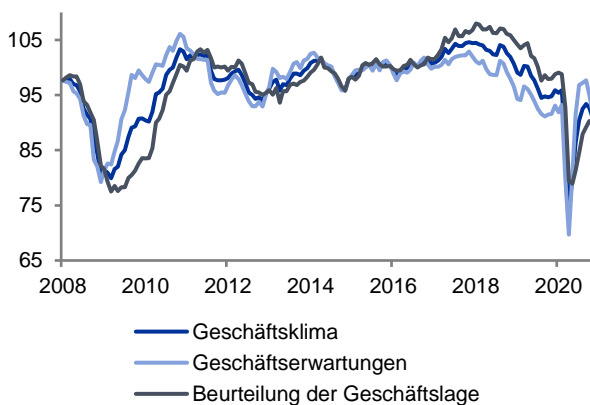
Dennoch ist infolge der globalen Belebung und der damit verbundenen positiven Impulse für die Binnennachfrage – insbesondere durch den Konsum – mit einer dynamischen zyklischen Erholung im Jahr 2021 zu rechnen. Das aktuelle Sachverständigen Gutachten erwartet ein BIP Wachstum von 3,7 %. Diese Einschätzung ist aus Sicht der IKB zu negativ. Die angekündigten Impfstoffe sollte vor allem in der zweiten Jahreshälfte zu einer Erholung und stabilem Wachstum führen, während Aufholeffekte und eine sich aufhellende Stimmung die Konjunktur im ersten Quartal prägen sollten. Ohne wirksame Impfstoffe wäre sicherlich selbst eine Prognose von 3,7 % zu hoch, da dann weitere lokale und globale Lockdown-Maßnahmen folgen würden. Die IKB erwartet im nächsten Jahr ein BIP-Wachstum von ca. 5 %. Voraussetzung ist eine synchrone globale Konjunkturerholung, die den Welthandel und die deutsche Wirtschaft stützen sollte. Mittelfristig belasten jedoch nach wie vor strukturelle Herausforderungen wie ein anhaltend niedriges Potenzialwachstum den Ausblick.

RWI/ISL-Containerumschlag-Index, 2015 = 100



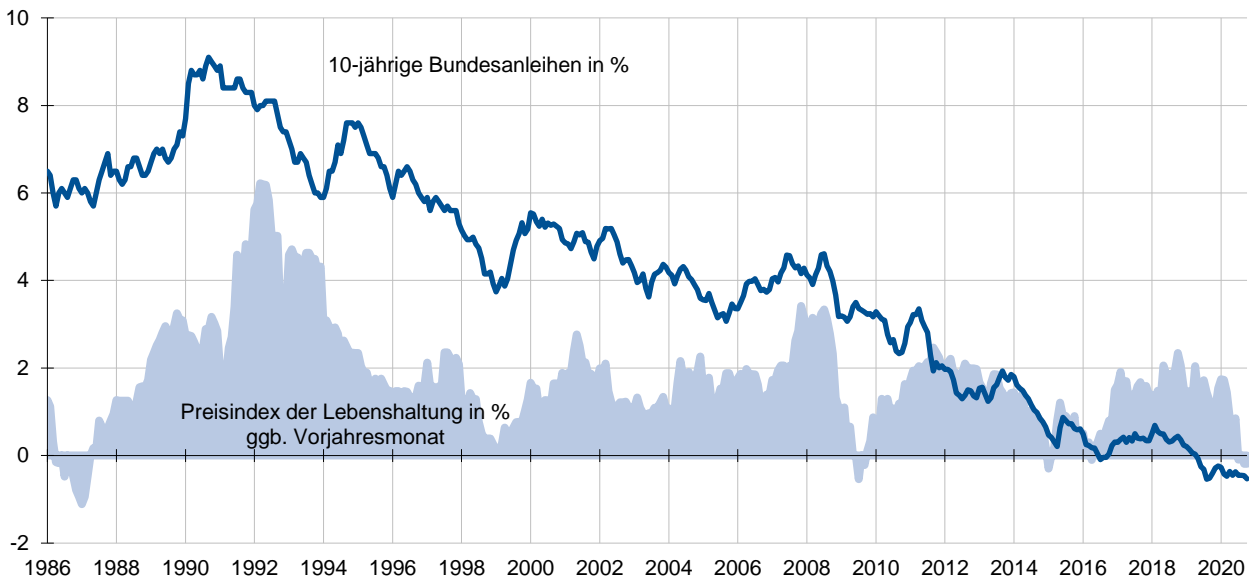
Quelle: RWI/ISL

Deutschland: ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



kalender- und saisonbereinigt
Quelle: ifo

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Wirksamer Impfstoff ist für positiven Ausblick alternativlos,

DAX Performance Index



Quelle: Bloomberg



Wie ein Stein, der ins Wasser fällt und Wellen schlägt, werden die wirtschaftlichen Folgen des Corona-Einschlags zunehmend schwächer. Der erste nationale sowie internationale Lockdown hat zu einer schweren Rezession in nahezu allen Industriezweigen geführt. Der aktuell zweite Lockdown ist deutlich weniger ausgeprägt. Auch wenn ein Rückgang des deutschen BIP für das vierte Quartal zu erwarten ist, wird dieser deutlich weniger stark ausfallen. Dies liegt u. a. daran, dass Volkswirtschaften unterschiedlich auf die Pandemie reagieren und sich der globale synchrone Abschwung vom zweiten Quartal nicht wiederholen sollte. Die Infektionszahlen sind aktuell dennoch in vielen Teilen der Welt extrem hoch.

Damit für 2021 ein Konjunkturmodell zu zeichnen ist, das nicht von BIP-Rückschlägen, anhaltender hoher Unsicherheit und weiteren Lockdowns mit zunehmenden sozialen Spannungen gezeichnet ist, ist die Annahme eines erfolgreichen Impfstoffs notwendig (*siehe Beitrag zuvor*). Eine Alternative hierzu gibt es nicht. Dabei geht es weniger darum, wann die Infektionsrate auf 0 % fallen wird. Allein ein entscheidender Rückgang infolge einer zunehmenden Immunisierung würde ein bedeutendes Signal senden, dass sich das Risiko von Lockdown-Maßnahmen eliminiert hat und ein nachhaltiger Weg zu einer Normalisierung der Wirtschaft und Gesellschaft stattfinden kann. Dies sollte sich spätestens im zweiten Quartal 2021 zeigen, sodass die zweite Jahreshälfte von einer lebhaften Konjunktur dynamik geprägt sein sollte. Der DAX dürfte somit im Jahr 2021 von der Konjunktur sowie Risikobereitschaft der Märkte Auftrieb erhalten.

Das kurzfristige Konjunkturmodell mag mit der festen Erwartung auf einen Impfstoff positiv aussehen – für die deutsche sowie globale Wirtschaft. Doch was von der Corona-Pandemie bleiben wird, sind hohe private und staatliche Schuldenquoten. Dies wird die EU zunehmend zwingen, nachhaltige Lösungen für die extremen Schuldenquoten vieler EU-Länder wie Italien, Portugal, Griechenland und Spanien und womöglich auch Frankreich zu finden. Es wird auch selbst mittelfristig nicht die Bedeutung von niedrigen Zinsen und des EZB-Aufkaufprogramms reduzieren. Die EZB ist und bleibt ein – wenn nicht der – entscheidende Faktor in der Schuldentragfähigkeit vieler EU-Staaten.

... aber nachhaltige Folgen der Pandemie sind dennoch zu erwarten

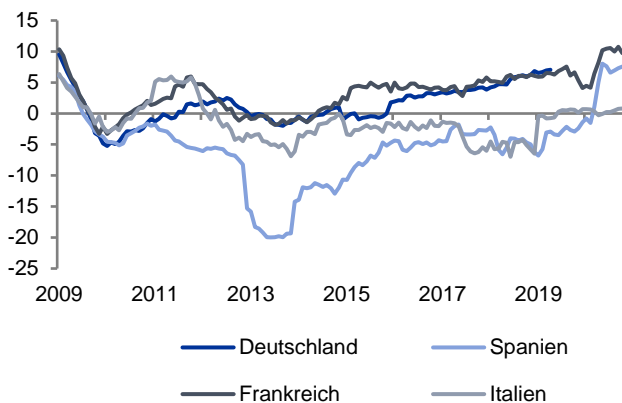
Euro-Zone: Ausrüstungsinvestitionen in % zum BIP



Quelle: Eurostat



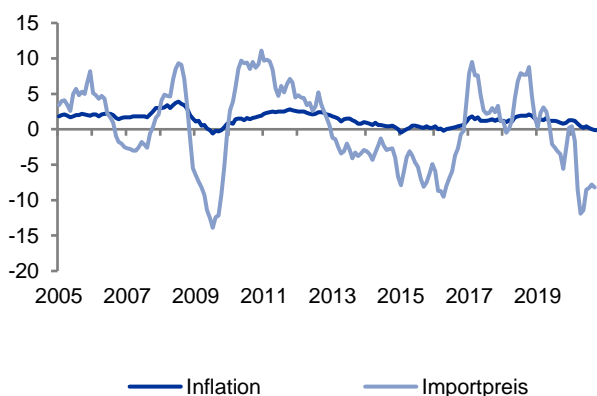
Euro-Zone: Kreditvergabe an nicht-finanzielle Unternehmen; Veränderung in % zum Vorjahr



Quelle: Bloomberg



Euro-Zone: Inflation und Importpreis in % zum Vorjahr



Quelle: Eurostat



In diesem Sinne mag die Virusausbreitung als Katalysator gesehen werden, die die EU nötigt, die schon länger anhaltenden Schuldenprobleme einzelner Länder nicht durch optimistische langfristige Wachstumsannahmen und indirekten EZB-Hilfen unter den Teppich zu kehren. Bis eine nachhaltige Lösung gefunden wird, sollte der Euro-Devisenkurs gegenüber dem US-Dollar nicht bedeutend aufwerten.

Infolge steigender Schuldenquoten der Unternehmen ist davon auszugehen, dass die private Kreditvergabe und damit auch das Investitionsverhalten in den kommenden Jahren eher verhalten ausfallen sollte. Somit ist zu erwarten, dass die EZB im Dezember 2020 weitere Maßnahmen zur geldpolitischen Lockerung ankündigen wird, um insbesondere die Kreditvergabe zu stützen. Hierbei geht es weniger um Zinssenkungen, die das Bankensystem weiter belasten würden, sondern um gezielte langfristige Refinanzierungsgeschäfte für Banken, bei denen die EZB klare Anreize für Finanzinstitute schafft, Kredite an Unternehmen zu vergeben.

Wird Corona ein Katalysator für höhere Inflation sein? Eher nicht: Die Globalisierung ist durch Corona nicht geschwächt worden. Der Welthandel befindet sich bereits über Vorkrisenniveau, internationale Wertschöpfungsketten sollten infolge der Pandemie bestehen bleiben und nicht abgebaut werden. Dafür ist vor allem Asien als globaler Wachstumstreiber viel zu bedeutend. Kapital für Finanz- und Ausrüstungsinvestitionen wird weiterhin globale Opportunitäten suchen und die Volkswirtschaften nicht nur über Handels-, sondern auch Finanzströme und Eigentumsansprüche vernetzen. Allerdings dürften infolge der demografischen Entwicklung in China die dortigen Lohnkosten langfristig weiter steigen und damit Druck auf Importpreise und Inflation in Europa ausüben. Ob andere Länder wie Indien in der Lage sein werden, die Rolle Chinas als globaler Anbieter billiger Arbeitskraft zu übernehmen, bleibt abzuwarten. So mag die in den letzten Jahrzehnten freigesetzte globale Deflationsdynamik aufgrund der billigen chinesischen Güter nachlassen. Doch dies ist ein globales, langfristiges Thema und hat mit der Corona-Krise wenig zu tun – vor allem wenn die Pandemie, wie erwartet, keinen nachhaltigen Einfluss auf die globale Vernetzung der Volkswirtschaften haben wird.

Insolvenzen in der Industrie: Coronaimpfstoff macht den Unterschied

Fazit: Die Aktienmärkte reagieren auf die Nachricht eines voraussichtlich bald verfügbaren Impfstoffs nahezu euphorisch. Die aktuelle Realität ist hingegen vom zweiten Lockdown bestimmt, der einen erneuten BIP-Rückgang im vierten Quartal immer wahrscheinlicher macht. Die zweite Welle der Pandemie trifft nicht nur direkt betroffene Dienstleistungsbranchen, sondern auch konjunktursensitive Branchen des Verarbeitenden Gewerbes.

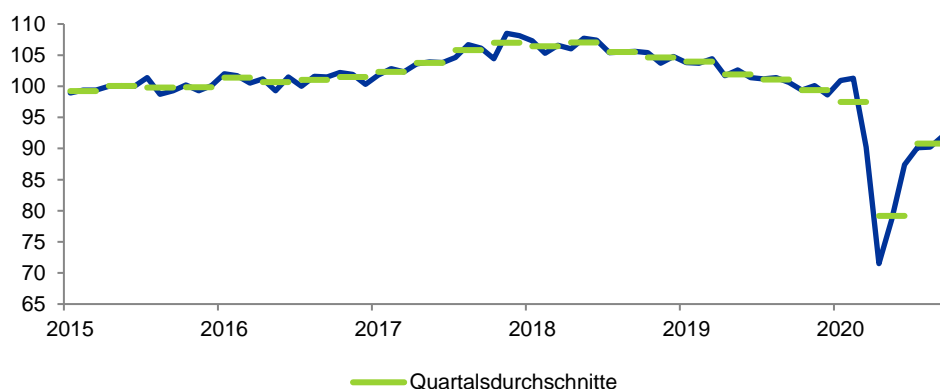
In der Industrie stieg das Insolvenzrisiko bereits im Jahr 2019 an, und es hat in diesem Jahr weiter zugenommen. Das höhere Ausfallrisiko kann zwar durch eine stabile Konjunktur im Jahr 2021 reduziert, aber nicht vollkommen eliminiert werden. Voraussetzung dafür ist jedoch, dass es nicht zu einem erneuten Lockdown im nächsten Jahr kommt. Somit sollte die Aussicht auf einen Impfstoff weniger als positive Überraschung gesehen werden, sondern vielmehr als notwendige Voraussetzung für die erwartete Konjunktorentwicklung – und damit für eine Reduzierung des Ausfallrisikos im Verarbeitenden Gewerbe.

Impfstoff gibt Hoffnung auf stabile Erholung im Jahr 2021

Der zweite Lockdown belastet zunehmend die aktuelle wirtschaftliche Dynamik in Europa. Gleichzeitig hellt sich der Ausblick auf, weil voraussichtlich bald ein wirksamer Impfstoff verfügbar ist, der zukünftige Lockdown-Maßnahmen unwahrscheinlicher macht. Die meisten Prognosen beruhen bereits auf solch einem Erfolg; für das Jahr 2021 werden im Allgemeinen keine weiteren spürbaren Lockdown-Maßnahmen erwartet. Stattdessen wird von einer graduellen Erholung ausgegangen, die für anhaltend positives Quartalswachstum sorgen wird. Wie schnell sich ein erfolgreicher Impfstoff positiv auf die Wirtschaft auswirken wird, bleibt jedoch abzuwarten. Zweifellos werden der erste und der aktuelle Lockdown noch lange die Verschuldung vieler Unternehmen prägen.

Ohne einen wirksamen Impfstoff dürften die aktuellen Wachstumsprognosen für das Jahr 2021 zu optimistisch ausfallen, Ähnliches gilt für das Insolvenzrisiko. Denn der erneute Lockdown hat die Hoffnung, die deutsche Wirtschaft könnte bereits im Jahr 2021 ihr Vorkrisenniveau erreichen, deutlich gedämpft und damit für einen bedeutenden Anstieg des systematischen Ausfallrisiko gesorgt. Dies gilt nicht nur für direkt betroffene Dienstleistungsbranchen wie die Gastronomie, sondern auch für konjunktursensitive Branchen des Verarbeitenden Gewerbes. Hierzu zählen Maschinenbau, Automotive, sowie Metall-, Elektro- und Chemieindustrie. Ein Impfstoff würde den Ausblick gerade für diese Branchen aufhellen, da deren Entwicklung weniger volatil bzw. mit deutlich weniger Risiko behaftet wäre. Es stellt sich die Frage, **welche Insolvenzzquotenhöhe bereits aus dem wirtschaftlichen Rückgang im Jahr 2020 zu erwarten ist, und wie wichtig eine schnelle und nachhaltige Erholung im Jahr 2021 sein wird, um dem Anstieg der Insolvenzzahlen entgegenzuwirken.**

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



Quelle: Statistisches Bundesamt

Wieviel Insolvenzdruck hat sich bereits in verschiedenen Branchen aufgebaut?

Im Jahr 2019 ist die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes um 4,1 % gesunken. Aber bereits seit Mitte 2018 war sie in der Tendenz abwärtsgerichtet. Da die Veränderung der Produktion ein entscheidender Bestimmungsfaktor für die jährliche Insolvenzquote konjunktursensitiver Branchen darstellt, ergab sich bereits im

Jahr 2019 ein aufbauender fundamentaler Insolvenzdruck; Modellschätzungen signalisieren denn auch eine ansteigende Insolvenzrate im Jahr 2019. Die Hoffnung damals wie heute richtet sich auf die Wachstumsrate des jeweils kommenden Jahres. So ist aktuell die Erwartung hoch, mit der Erholung im Jahr 2021 sinke die fundamentale Insolvenzquote wieder – die vor allem im Jahr 2020 deutlich angestiegen ist. Da für Unternehmensausfälle nicht nur die Tiefe, sondern vor allem die Dauer einer Rezession entscheidend ist, ist eine überzeugende Erholung im Jahr 2021 von enormer Bedeutung, um die sich aufbauende Insolvenzgefahr der Vorjahre zu mildern.

Hier ist allerdings die deutliche Erholung des Verarbeitenden Gewerbes in den letzten Monaten zu erwähnen. Die Produktion ist seit ihrem Tiefpunkt im April bis September um 29 % angestiegen und hat bereits 91 % ihres Vorkrisenniveaus im Januar 2020 erreicht; im April lag sie 30 % unterhalb des Januar-Wertes. Die schnelle Erholung setzte bereits im Mai ein, maßgeblich angetrieben durch eine dynamische asiatische Wirtschaft, die der globalen Industrieproduktion sowie dem Welthandel Impulse verlieh. Infolge ließ das Insolvenzrisiko bereits etwas nach. Entscheidend wird nun sein, dass das vierte Quartal zu keinem deutlichen Einbruch führt. Allerdings steigen die Infektionszahlen weltweit weiter an und erhöhen das Risiko eines globalen Lockdowns zum Jahreswechsel 2020/2021. Zudem ist es unwahrscheinlich, dass ein Impfstoff bereits vor dem zweiten Quartal 2021 einen spürbaren Einfluss auf die Konjunkturentwicklung haben wird.

Tabelle 1: Historische und auf Basis der Konjunktur geschätzte Insolvenzquoten, in %

	Durchschnitt 2010-2018	Insolvenzquote 2018	Geschätzte Insolvenzquote 2019	Geschätzte Insolvenzquote 2020
Automotive	1,0	0,7	1,4	2,4
Chemie	0,8	0,7	0,8	0,7
Elektrotechnik	0,9	0,7	0,9	1,4
Gummi und Kunststoff	0,9	0,6	0,9	1,8
Maschinenbau	1,0	0,7	0,8	1,3
Metallbearbeitung	0,8	0,8	1,0	1,5
Metallerzeugnisse	0,9	0,6	0,7	1,1
Papier	0,8	1,0	1,1	1,3

Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Schätzung Fundamentwerte

Tabelle 1 zeigt die geschätzten Insolvenzquoten für die Jahre 2019 und 2020 auf Grundlage der konjunkturellen Entwicklung bzw. des Produktionsverlaufs. Angesichts der fundamentalen Insolvenzquoten ergab sich bereits für das Jahr 2019 ein höheres Insolvenzrisiko, das sich in diesem Jahr – abgesehen von der Chemieindustrie – nochmals deutlich erhöht. Tabelle 1 veranschaulicht zudem, dass das aktuelle Ausfallrisiko im Vergleich zum Jahr 2018 und zum historischen Durchschnitt durchaus bedeutend ist. Eine weniger überzeugende Erholung im Jahr 2021 würde die Insolvenzschätzungen weiter nach oben treiben und das Insolvenzrisiko nochmals spürbar ansteigen lassen. Denn die Abweichungen zwischen tatsächlicher und geschätzter Fundamentalinsolvenzquote sind historisch nicht systematisch. Das bedeutet: Abweichungen bleiben nicht bestehen, sondern sie forcieren einen Anpassungsprozess. Entweder steigen die Insolvenzquoten im Jahr 2021 oder die geschätzten Fundamentwerte sinken aufgrund einer besseren Konjunktur. Die höheren Schätzergebnisse für die Insolvenzquoten der Jahre 2019 und 2020 zeigen also, wie wichtig eine stabile Konjunkturentwicklung im Jahr 2021 sein wird, um das bereits aufgebaute Insolvenzrisiko zu dämpfen. Sie dokumentieren aber auch, dass ohne Zweifel mit steigenden Insolvenzraten im nächsten Jahr zu rechnen ist.

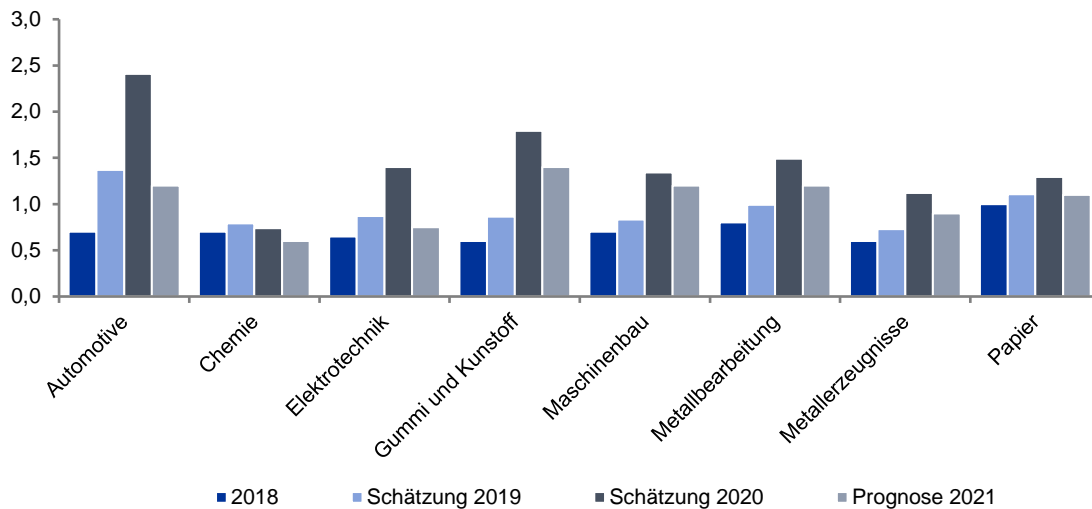
Was kann ein Impfstoff im Jahr 2021 bewirken?

Wird die Konjunktur im Jahr 2021 nicht mehr durch Lockdown-Maßnahmen belastet, sollte sich die Konjunktur in allen Quartalen positiv entwickeln. Aufholeffekte und die globale Konjunktur stützen diese Erwartung. In diesem Szenario ist in Deutschland ein BIP-Wachstum von über 5 % zu erwarten – auch wenn die vierteljährlichen Wachstumsraten nicht sehr hoch sind –, die unterliegende Wachstumsdynamik also nicht sehr stark ausgeprägt ist. Entscheidend ist vielmehr die Annahme keiner weiteren Lockdown-Maßnahmen, die zu einem erneuten Rückgang der Wirtschaftsaktivitäten führen würden. Ein erfolgreicher Impfstoff, der vor allem in der zweiten Jahreshälfte 2021 das Lockdown-Risiko deutlich reduziert und die Pandemie-Angst in den Hintergrund

schiebt, ist hierfür notwendig. Anders ausgedrückt: Bleibt der positive Einfluss des Impfstoffs im Jahr 2021 aus, sind die aktuellen Wachstumsprognosen für das Jahr 2021 zu positiv – und damit wird dann auch das Insolvenzrisiko für konjunktursensitive Branchen unterschätzt.

Abbildung 2 zeigt die Entwicklung der Insolvenzquoten unter der aktuellen Annahme einer stabilen Konjunktorentwicklung im Jahr 2021 – also im Falle keiner weiteren Lockdown-Maßnahmen. Die erwarteten Insolvenzquoten würden zum Teil deutlich sinken, allerdings bleiben sie im Vergleich zum Jahr 2018 auf einem höheren Niveau. So ist selbst bei einer stabilen Konjunktorentwicklung im Jahr 2021 von einem moderaten Anstieg der Insolvenzquoten in den meisten Branchen auszugehen – Ausnahmen könnten Chemie- und Elektroindustrie sein. Anders ausgedrückt: Ein moderater Anstieg der Insolvenzraten ist nur mit einer stabilen Konjunktur im Jahr 2021 realisierbar, getrieben durch eine effektive Eingrenzung der Pandemie mit Hilfe eines erfolgreichen Impfstoffes und keinen weiteren Lockdown-Maßnahmen.

Abb. 2: Historische und auf Basis des Konjunkturverlaufs geschätzte Insolvenzquoten, in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Schätzung

US-Wahlausgang: Es macht keinen Unterschied für „Joe Average“

Fazit: Die US-Wahl ist beendet. Doch war es – neben anderen Aspekten – tatsächlich ein Kampf um niedrigere Steuern oder höhere Ausgaben bzw. um mehr oder weniger soziale Gerechtigkeit?

Historisch betrachtet hatte bisher kein Präsidentenwechsel entscheidenden Einfluss auf die durchschnittliche Steuerlast der US-Haushalte. Vielmehr ist die Steuerlast in der Regel angestiegen, wenn die Konjunktur gut lief, und sie ist in Rezessionen gesunken.

Ähnlich verhält es sich bei der Anzahl von Essensmarken für Menschen der unteren Einkommenschichten. Auch hier ist bisher nicht entscheidend gewesen, ob ein Demokrat oder Republikaner im Weißen Haus sitzt, sondern ob die Wirtschaft kräftig genug gewachsen ist. Da in den letzten zehn Jahren das Wachstum eher verhalten war, ist der Anteil der Essensmarkenempfänger deutlich angestiegen, und er wird infolge der Coronakrise weiter zulegen.

Aus historischer Sicht ist somit anzuzweifeln, ob der sich abzeichnende Wechsel im Weißen Haus eine Veränderung vor allem für untere Einkommenschichten bringen wird. Viel entscheidender ist eine schnelle Erholung der US-Wirtschaft.

Das Wahlergebnis

Die US-Wahlen waren – wie im Vorfeld befürchtet, zumindest zu Beginn – ein enges Rennen. Joe Biden dürfte der nächste US-Präsident werden und damit steht ein Wechsel im Weißen Haus bevor. Was bedeuten nun die Ergebnisse für den US-Normalbürger „Joe Average“? Die Demokraten fokussieren sich traditionell vor allem auf die Ausgabenseite der Fiskalpolitik. Eine allgemeine Gesundheitsversorgung und steigende soziale Ungerechtigkeit sind dabei wesentliche Themen. Die Republikaner hingegen konzentrieren sich mehr auf die Einnahmeseite. Reagan, Bush oder Trump sahen bzw. sehen Steuersenkungen und Deregulierung als Impulse für die Wirtschaft. Biden verspricht dagegen höhere Sozialausgaben, aber auch höhere Steuern für Besserverdiener – und tritt somit in die Fußstapfen seiner demokratischen Vorgänger.

Grundsätzlich ist angesichts der konjunkturellen Lage und der höheren Arbeitslosenquote von weiteren fiskalischen Stimulierungsmaßnahmen im Jahr 2021 auszugehen – und zwar unabhängig vom Ausgang der Wahlen. Was am Ende von den konkreten Wahlversprechungen übrig bleibt, ist jedoch eine andere Frage – aber für den US-Bürger durchaus entscheidend. Vor diesem Hintergrund ist interessant zu analysieren, wie stark sich in der Historie tatsächlich Regierungswechsel auf Steuerlast und soziale Zustände in der US-Gesellschaft ausgewirkt haben.

Private Steuerquote lässt keine wirtschaftspolitische Ausrichtung erkennen

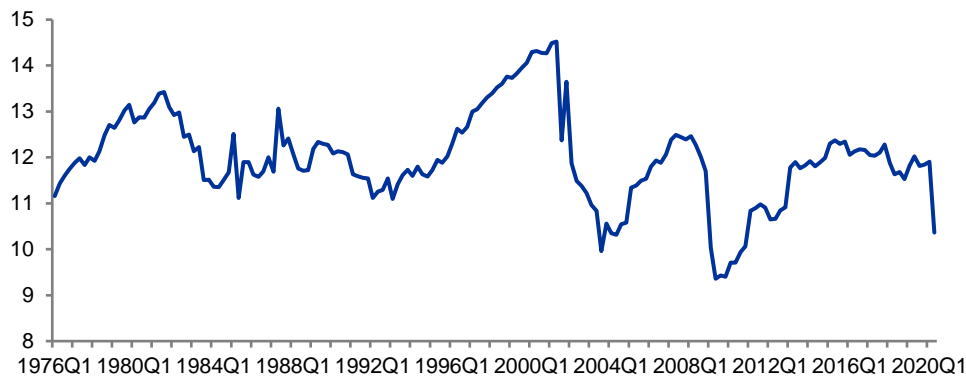
Was die kurz- bis mittelfristige Steuerbelastung angeht, könnte der Wahlausgang durchaus Relevanz haben. So hatte Biden eine Anhebung der Einkommensteuer für Besserverdiener angekündigt. Die Besteuerung des privaten Einkommens wurde hingegen in den letzten Jahrzehnten unter republikanischen Präsidenten immer gesenkt. Der effektive Einfluss war aber überschaubar. So sank die effektive Steuerlast unter Reagan von rund 13 % des verfügbaren Einkommens Anfang der 1980er-Jahre auf 11 % bis 12 %. Sie ist zwar unter Clinton vor allem in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre wieder etwas deutlicher angestiegen. Dies war jedoch vor allem eine Folge der guten Konjunktur, insbesondere des Booms auf den Aktienmärkten, und der daraus folgenden höheren Gewinnsteuern von Haushalten.

Auch infolge der Terrorangriffe im Jahr 2001 und der Finanzkrise im Jahr 2008 ist die Steuerlast deutlich gesunken, wobei auch hier die wirtschaftliche Entwicklung eine entscheidende Rolle gespielt hat. Eine ähnliche Entwicklung ist aktuell während der Coronakrise zu erkennen. Langfristig scheint die effektive Steuerlast der US-Haushalte jedoch relativ stabil zu sein. In den letzten 45 Jahren bewegte sie sich überwiegend zwischen 11 % und 12 % des verfügbaren Einkommens.

Eine bedeutende wirtschaftspolitische Neuausrichtung, die die effektive Steuerquote entscheidend beeinflusst, ist historisch betrachtet unter keinem Präsidenten zu erkennen. Dies kann empirisch durch ein Modell belegt werden, bei dem die effektive Steuerquote als Funktion der Amtszeit einzelner US-Präsidenten sowie der Konjunktur erklärt wird. Schätzungen deuten darauf hin, dass das BIP-Wachstum in der Tat ein entscheidender Treiber der Steuerlast ist. Ein höheres Wachstum führt zu einer höheren effektiven Steuerquote. Die Berücksichtigung der verschiedenen US-Präsidenten (seit Jimmy Carter im Jahr 1977) erweist sich hingegen als

statistisch nicht signifikant. Dies bedeutet nicht, dass die jeweiligen Präsidenten keine Steuergesetze verabschiedet hätten. Auch unter Trump gab es eine Steuerreform. Allerdings hatten die Steuerreformen im Gegensatz zur Konjunktur keinen messbaren Einfluss auf die gesamte Steuerquote. So ist keine strukturelle Veränderung der Steuerlast aufgrund eines Präsidentenwechsel während der letzten 25 Jahre zu erkennen. Es ist eher so, dass alle Präsidenten die Steuern in guten Konjunkturzeiten angehoben bzw. in schwachen Jahren gesenkt haben – unabhängig von ihrer Parteizugehörigkeit. Mit Blick auf seine durchschnittliche Steuerlast war es also für Joe Average stets egal, wer im Weißen Haus sitzt.

Abb. 1: Effektive Steuerquote – Steuerzahlungen in % des Privateinkommens



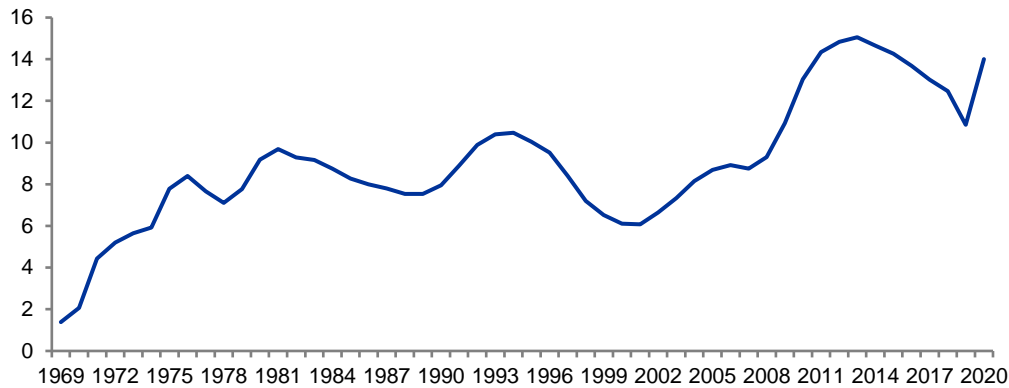
Quellen: BEA; IKB-Berechnung (saisonbereinigte Werte)

Bei einer Erholung der US-Wirtschaft in den kommenden beiden Jahren ist sicherlich von einem erneuten Anstieg der Steuerquote auszugehen, nachdem diese im Jahr 2020 doch deutlich gesunken ist. Dies würde auch ohne die angestrebte Steuererhöhung von Biden für Einkommen über 400.000 US-\$ pro Jahr der Fall sein. Dies würde auch ohne die geplante Steuererhöhung von Biden für Einkommen über 400.000 US-\$ pro Jahr der Fall sein.

Wahlausgang für untere Einkommensschichten bedeutungslos

Die Steuerquote ist relativ stabil – jedoch nicht die Einkommensverteilung und vor allem das Einkommenswachstum der unteren Einkommensschichten. Schon seit Jahren wird von steigender Ungleichheit in der Einkommensverteilung berichtet. Auch diese Entwicklung scheint sich unter demokratischen Präsidenten – trotz ihrer Wahlversprechen – nicht nennenswert umgekehrt zu haben. So steigt die Quote der Essensmarkenempfänger in den USA schon seit Längerem stetig an. Es gibt also immer mehr Personen, deren Einkommen nicht zum Leben ausreicht. Das wurde häufig auf die Deregulierung Anfang der 1980er-Jahre und einen schrumpfenden Einfluss der Gewerkschaften in Folge von Reaganomics zurückgeführt. Doch unter Reagan ist die Quote tatsächlich eher gesunken als gestiegen.

Grundsätzlich nimmt die Quote der Essensmarkenempfänger in Krisen zu, erholt sich dann aber nur moderat. Dies war auch unter den demokratischen Präsidenten Clinton sowie Obama der Fall. Keiner der beiden hat in seinen acht Jahren Präsidentschaft eine spürbare Entlastung für die unteren Einkommensschichten erreicht. Zwar hat sich die US-amerikanische Volkswirtschaft nach einer Rezession oder Krise wieder relativ schnell erholt, dennoch blieben permanente Effekte: So erhöhte sich der Anteil der Haushalte mit einem niedrigen Einkommen stetig. Auch in den nächsten beiden Jahren sollte sich die Konjunktur erholen, die Quote der bedürftigen Menschen wird sich allerdings zunächst noch weiter erhöhen. Sie ist von Januar bis Mai 2020 bereits von rund 37 Mio. auf 43 Mio. Personen gestiegen. Nach der Ölkrise hatte sich das Niveau auf rund 8 % erhöht, seit der Finanzkrise auf etwa 12 %. Eine Ausweitung auf 16 % in den nächsten beiden Jahren ist nicht auszuschließen. **Zwar dürfte die Arbeitslosenquote sinken, die Anzahl bedürftiger Menschen wird jedoch weiter deutlich zulegen.**

Abb. 2: Anteil der Essensmarkenempfänger in % der Bevölkerungsanzahl

Quellen: US Dept. Of Agriculture, IKB-Berechnung

Ist es denn dann für untere Einkommensschichten überhaupt von Bedeutung, wer im Weißen Haus regiert? Empirische Analysen bestätigen, dass auch hier vielmehr das BIP-Wachstum der entscheidende Treiber ist. Dies ist nicht überraschend und bestätigt die Bedeutung des Trickle-down-Effektes, der verkürzt besagt, dass Wohlstand von oberen Einkommensschichten nach unten durchsickert. Allerdings verdeutlichen die Zahlen, dass die Quote der Essensmarkenempfänger nur mit längerem Verzug auf Wirtschaftswachstum reagiert. Der Anteil unterer Einkommensschichten wird also auch nächstes Jahr zunehmen – und dies unabhängig davon, wer im Weißen Haus sitzt. Besorgniserregend ist vor allem die Tatsache, dass die Quote tendenziell weiter steigt. Nach einer deutlichen Erhöhung durch Rezessionen oder Krisen bleiben also permanente Folgen für die US-Einkommensverteilung bzw. Narben in der US-Gesellschaft. Auch dies scheint nicht davon abzuhängen, ob Demokraten oder Republikaner den Präsidenten stellen. Die Ölkrise in den 1970er-Jahren, die schwere Rezession Anfang der 1990er-Jahre und vor allem die Finanzkrise 2008 haben die Quote der unteren Einkommensschicht deutlich ansteigen lassen. Ein Rückgang war zwar vor allem unter Clinton in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre zu erkennen, ebenso seit 2012. Eine empirische Erklärung für die Verbesserung bietet aber in erster Linie das BIP-Wachstum.

Auch hier kann also empirisch bestätigt werden, dass es keine belastbaren Schätzergebnisse gibt, die darauf hindeuten, dass Demokraten einen positiven – also senkenden – und Republikaner einen negativen – also erhöhenden – Einfluss auf die Quote der Essensmarkenempfänger – also der unteren Einkommensschichten – haben. Der Einfluss des Wirtschaftswachstums auf die Quote scheint sich allerdings erhöht zu haben. So ist in den letzten zehn Jahren vor allem ein im Vergleich zu den Vorjahren eher schwaches US-Wachstum verantwortlich für die steigende Quote. Zwischen 2010 und 2019 betrug das durchschnittliche BIP-Wachstum 2,3 % pro Jahr, in den zehn Jahren vor der Finanzkrise (1998 bis 2007) waren es 3,1 % bzw. in den 1990er-Jahren 3,2 %. Der Trickle-down-Effekt ist da, aber die Wirtschaft wächst nicht ausreichend stark und der Aufschwung hält nicht lange genug an, um die ansteigende Quote der Essensmarkenempfänger zu brechen. Alternativ wäre eine nennenswerte Erhöhung des Mindestlohns denkbar. Beides ist unter Biden nicht zu erwarten. **Somit dürfte sich bei der Lebensqualität der untersten Einkommensschichten relativ wenig zum Positiven ändern – im Gegenteil, die Befürchtung einer anhaltend strukturellen sowie zyklischen Zunahme der Essensmarkenempfänger ist durchaus berechtigt – auch unter Joe Biden.**

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

	2018	2019	2020P	2021P
Deutschland	1,3%	0,6%	-5,4%	4,6%
Euro-Zone	1,9%	1,3%	-7,1%	6,4%
UK	1,3%	1,3%	-11,2%	9,3%
USA	3,0%	2,2%	-3,4%	7,1%
Japan	0,3%	0,8%	-5,0%	4,2%
China	6,7%	6,2%	1,7%	8,4%

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

	26. Nov.	Ende 2020	in 9M	Ende 2021
3M-Euribor	-0,53	-0,50	-0,48	-0,47
3M-USD-Libor	0,21	0,24	0,24	0,24
10-Jahre Bund	-0,57	-0,55	-0,50	-0,45
10-Jahre U.S. Treasury	0,88	0,87	0,84	0,85

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

	26. Nov.	Ende 2020	in 9M	Ende 2021
EUR/USD	1,19	1,19	1,14	1,13
EUR/GBP	0,89	0,91	0,93	0,93
EUR/JPY	124	124	125	123
EUR/CHF	1,08	1,08	1,08	1,08
EUR/HUF	361	358	347	344
EUR/CZK	26,1	26,3	26,7	26,5
EUR/TRY	9,49	9,20	9,40	9,80
EUR/PLN	4,47	4,47	4,35	4,28
EUR/RUB	90,1	91,0	88,0	88,9
EUR/MXN	23,8	24,1	24,5	24,6
EUR/ZAR	18,1	18,4	19,2	19,5
EUR/CNY	7,84	7,80	7,70	7,67
EUR/CAD	1,55	1,56	1,50	1,49
EUR/AUD	1,62	1,63	1,56	1,55

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) EZB; FRED und IKB-Prognosen (in 3M; Ende 2020, 2021)

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

November 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. Michael Wiedmann (Vorsitzender), Claus Momburg