

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: Coronavirus kommt zur Unzeit 2

2019 düsterer Abschluss für die deutsche Industrie • Coronavirus wird die deutsche Wirtschaft anstecken • Nicht nur das erste Quartal 2020 dürfte belastet werden • Der Ausblick für das ganze Jahr ist getrübt

Kapitalmärkte: Coronavirus – Panik auf den Märkten und in der Wirtschaft 4

Coronavirus wird mehr und mehr zu Belastung • Erhöhte Risikoaversion der Bevölkerung wird den Dienstleistungssektor treffen • Zinssenkungen von Notenbanken helfen in einem Umfeld hoher Unsicherheit wenig • Gefragt sind vor allem die Fiskalpolitik sowie ein langer Atem der deutschen Industrie

Ausblick deutsche Industrie: Was kommt auf uns zu? 6

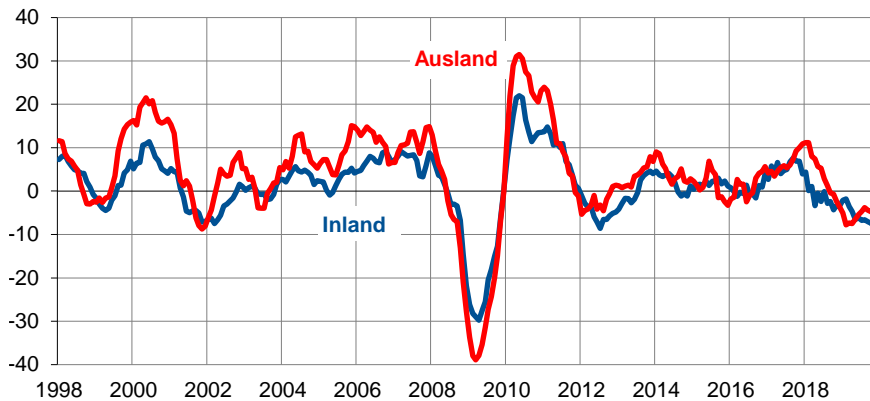
Angst vor dem „Perfect Storm“ • Globale Konjunktur ist ein wichtiger Treiber für die deutsche Industrie, aber nicht allein • Auch Probleme „Made in Germany“ sind erkenn- und messbar • Zudem offenbart aktuelle Investitionszurückhaltung strukturelle Herausforderungen

Deutsche Klimaziele: Wachstumsrisiken für die Industrie? 9

Klimapaket hat Nachfrage- und Angebotseffekte • Einhaltung der CO₂-Grenzwerte stellen Industrie vor enorme Herausforderungen • Grenzwerte sind zukünftig auch mit nur moderatem Produktionswachstum kaum vereinbar • Effektivere Anpassungsanreize wie ein CO₂-Handel mit Marktpreisen wären erforderlich

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



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

IKB-Prognose 2020

Reale Veränderung in %,
saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

Deutschland	0,7
Euro-Zone	1,0
UK	0,7
USA	1,9
Japan	0,2
China	5,3

Deutsche Konjunktur: Coronavirus kommt zur Unzeit

Zu Beginn des Jahres 2020 schienen die Risiken und Belastungen für die globale und deutsche Wirtschaft mehr und mehr zulegen. Die Waffenruhe im Handelskrieg zwischen den USA und China sowie die Gewissheit über den Austritt Großbritanniens aus der EU Ende Januar verschafften zumindest temporär Vertrauen in eine Konjunkturbelebung im laufenden Jahr. Doch mit der Ausbreitung des Coronavirus entstanden neue Unsicherheiten und Belastungen. Lieferketten sind schon jetzt unterbrochen, und größere Probleme werden unabwendbar sein, sodass Produktionsprozesse und damit die Wirtschaftsleistung leiden werden. Das Virus trifft die deutsche Wirtschaft zu einem denkbar ungünstigen Zeitpunkt, denn wegen globaler Handelskonflikte, des Brexit und der Probleme der Automobilbranche ist die deutsche Wirtschaft bereits angeschlagen und im vergangenen Jahr nur knapp einer technischen Rezession entgangen.

2019 – ein düsterer Abschluss für die deutsche Industrie

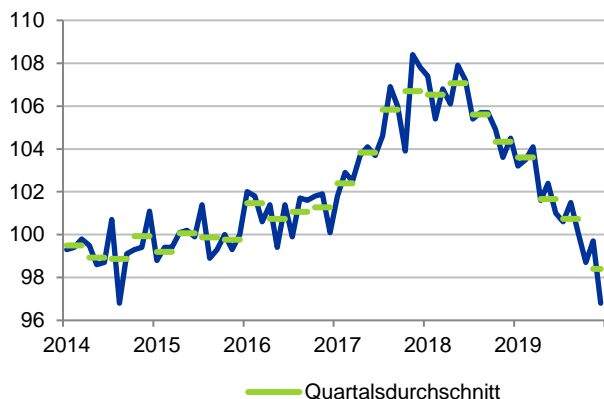
Die deutsche Wirtschaftsleistung stagnierte im Schlussquartal 2019 gegenüber der Vorperiode nach einem leichten Plus im dritten Vierteljahr. Die aktuell veröffentlichten Detaildaten zeigen, dass die Wachstumsschwäche breit angelegt war. Der private Verbrauch stagnierte ebenfalls, der Staatskonsum wurde nur leicht ausgeweitet. Ein Lichtblick waren die Bauinvestitionen, die – nicht zuletzt dank der milden Witterung – erneut ausgeweitet wurden. Hingegen hat die im Angesicht von Handelsstreitigkeiten, Brexit & Co. schwächelnde deutsche Industrie dazu geführt, dass die Investitionen in Ausrüstungen abermals kräftig gesunken sind – der letzte Anstieg datiert hier vom Anfang vergangenen Jahres. Auch der Außenhandel dämpfte das BIP-Wachstum kräftig. In Summe sind insbesondere der kaum existente Wachstumsüberhang sowie die rückläufigen Investitionen schlechte Nachrichten für die Konjunktur in diesem Jahr.

Zudem hatte sich die Konjunkturschwäche bis zuletzt fortgesetzt, was insbesondere durch die äußerst schwachen Dezemberzahlen noch einmal unterstrichen wurde. Vor allem der massive Einbruch der Industrieproduktion um 3,5 % gegenüber dem Vormonat – der stärkste Monatsrückgang seit 2009 – und die trotz Aufwärtsrevision noch immer stark rückläufigen Einzelhandelsumsätze „verhagelten“ den Jahresausklang.

Coronavirus steckt die deutsche Wirtschaft an

Auch wenn sich zuletzt diverse Sentimentindikatoren überraschend etwas freundlicher zeigten und die Unternehmen bisher von der Entwicklung rund um den Coronavirus unbeeindruckt blieben: Bis zu einer nachhaltigen konjunkturellen Wiedererstarkung ist es aber noch ein weiter Weg. Zudem sind die ifo-Exporterwartungen deutlich zurückgegangen.

Deutsche Industrieproduktion, 2015 = 100



Quelle: Statistisches Bundesamt



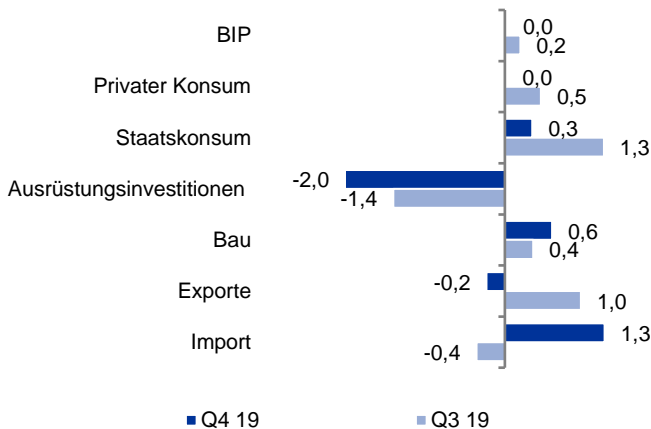
Coronavirus belastet Ausblick, ...

Die weltweite Konjunkturdynamik wird maßgeblich durch China geprägt. Ein Rückgang des chinesischen BIP-Wachstums um einen Prozentpunkt im Jahr 2020 infolge des Coronavirus könnte bis zu 0,4 Prozentpunkte globalen Wachstum kosten – vor allem weil es sich um eine längere Krise handeln kann. Dies reicht allerdings nicht aus, die Weltkonjunktur allein in eine globale Rezession zu stürzen. Dennoch scheint die Prognoserevision des IWF von -0,1 Prozentpunkten für 2020 als nicht ausreichend. Das Risiko für wirtschaftliche Enttäuschungen bleibt demnach hoch.

Es ist zu erwarten, dass das Wachstum in Deutschland im ersten Quartal merklich belastet wird und dass ein Aufholeffekt – nachdem das Virus unter Kontrolle gebracht werden kann – den wirtschaftlichen Schaden nur teilweise kompensieren können.

Es ist nicht absehbar, wie gravierend die Folgen für Deutschland tatsächlich sein werden. Durch die Ausweitung des Virus, das sich mehr und mehr auch in Europa auszubreiten scheint, multipliziert sich der Schaden für die deutsche Wirtschaft, denn nun bricht nicht nur die Nachfrage in China weg, sondern möglicherweise auch in Europa.

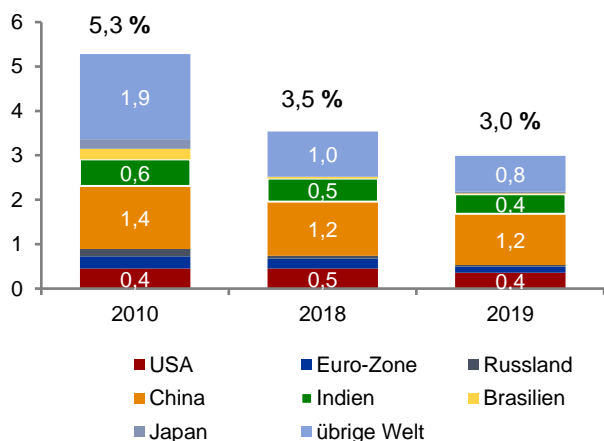
BIP und -Komponenten; Wachstum in % zum Vorquartal



Quelle: Statistisches Bundesamt



Reales BIP-Wachstum in % zum Vorquartal



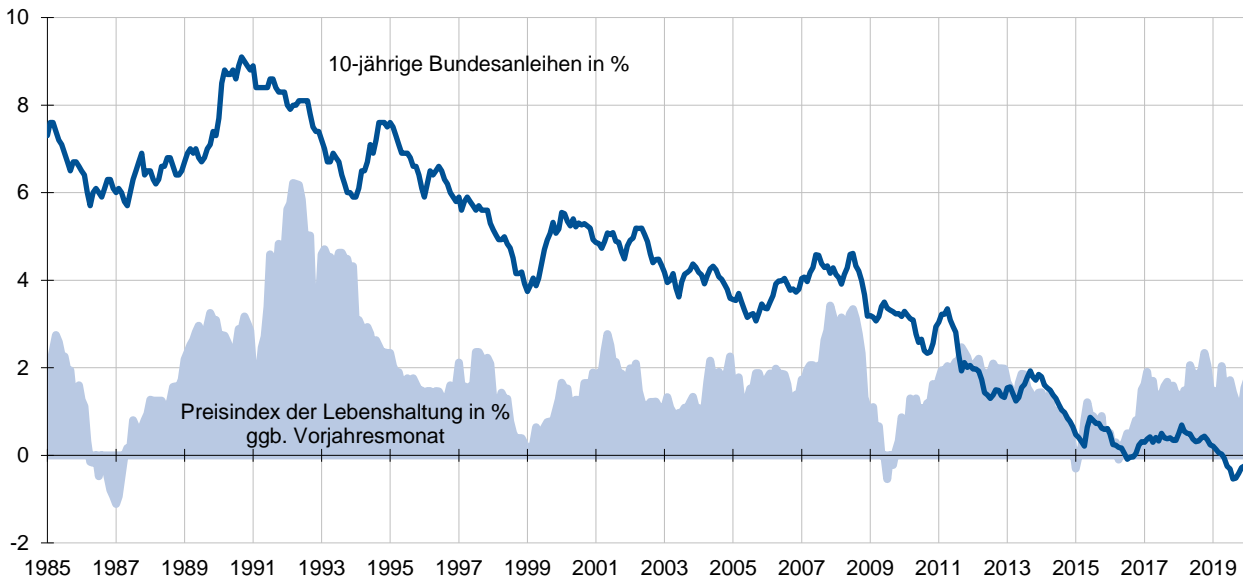
Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Simulation



... Folgen sind nicht zu unter-, aber schwer abzuschätzen

Es zeichnet sich ab, dass die erhoffte Erholung der Weltwirtschaft erneut um zumindest ein bis zwei Quartale verzögert wird. Die jüngsten Entwicklungen werden noch einmal verdeutlichen, wie fragil die konjunkturelle Entwicklung ist. Selbst wenn eine baldige Eindämmung des Coronavirus gelingen und nachhaltige Produktionsausfälle abgewendet werden sollten, bleiben diverse Belastungsfaktoren bestehen: Die anhaltende Schwäche in der Industrie, die erkennbar verhärteten Fronten vor den Verhandlungen zwischen der EU und Großbritannien sowie die Politik Donald Trumps halten das Unsicherheitslevel hoch und dürften zumindest temporär immer wieder auch die Finanzmärkte bewegen. Das deutsche BIP-Wachstum wird in diesem Jahr trotz eines positiven Arbeitstageffekts voraussichtlich kaum mehr als 1 % betragen.

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Coronavirus – Panik auf den Märkten und in der Wirtschaft, ...

DAX-Entwicklung, Index



Quelle: Bloomberg



Auch wenn viel darüber geschrieben wird, dass chinesische Fabriken still stehen, was der deutschen Industrie schadet (siehe IKB-Kapitalmark-News 28. Februar 2020 und 24. Februar 2020): die globale und deutsche Industrieproduktion wird kurzfristig eine Rückkehr zur Normalität anstreben. Gravierender ist, dass Ratschläge der Behörden und Ansteckungsorgen zu erhöhter Risikoaversion und infolge dessen zu einer Verhaltensänderung in der Bevölkerung führen. Dies wird vor allem Dienstleistungssektoren wie Tourismus, Gastronomie, Veranstalter, Verkehrsunternehmen und Teile des stationären Einzelhandels beeinflussen.

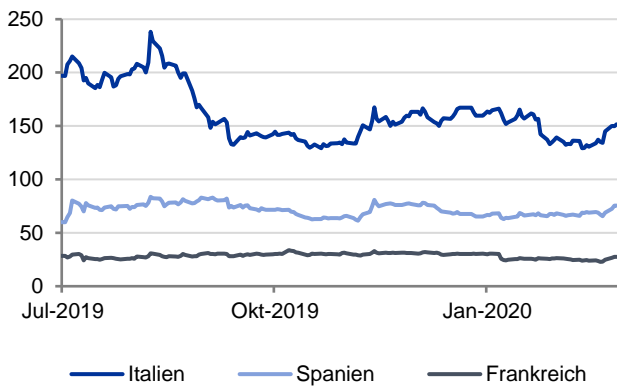
Es ist nicht die Ansteckungsgefahr der produktiven Bevölkerung, sondern ihre Risikoaversion, die von nun an den deutlich größeren Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung haben sollte. Es benötigt auch keine massenhaften Infektionen, um dieses Verhalten zu fördern. Schon vereinzelte Infektionen sowie Empfehlungen der Gesundheitsbehörden reichen aus, um das Risikobewusstsein und das Verhalten zu verändern. Dies ist gewollt und langfristig vielleicht auch sinnvoll, hat aber negative wirtschaftliche Konsequenzen insbesondere für Teile des Dienstleistungssektors zur Folge.

Würde sich der Einfluss des Virus vor allem in der Stilllegung von Fabriken zeigen, wäre mit einem Angebotschock und damit einem niedrigeren Wachstum und höherer Inflation zu rechnen. Ein mögliche Angebotsknappheit wäre aufgrund der angestrebten Normalität vor allem ein kurzfristiges Phänomen. Bedeutender wird es sein, dass die Nachfrage nach bestimmten Dienstleistungen deutlich nachlassen wird. So wird sich der weitere Einfluss des Virus eher in einer nachlassenden Nachfrage manifestieren, als in einem beschränkten Angebot, das eher deflationär als inflationär wirken sollte.

Ob Inflations- oder Deflationstendenzen entstehen, weitere Zinssenkungen scheinen bis auf einen positiven Einfluss auf die Staatsschuldendynamik unangebracht. Investoren- und Konsumvertrauen werden infolge der hohen Unsicherheit von Zinsen kaum noch positiv beeinflusst.

... benötigt wird eine effektive Fiskalpolitik und keine Zinssenkung

Risikoprämien, bps (Aufschlag zu 10-Jahr Bundanleihen)



Quelle: Bloomberg



Euro-US-Dollar, 1 Euro = ... US-Dollar



Quelle: Bloomberg



Goldpreis, in US-Dollar je Unze



Quelle: Bloomberg



Die Finanzmärkte machen es vor, was Unternehmer- und Konsumentenentscheidungen in den kommenden Monaten prägen werden: Risikoaversion. Wenn eine konjunkturelle Stütze notwendig sein sollte, muss diese von der Fiskalpolitik kommen. Nur sie hat im aktuellen Umfeld einen ausreichend schnellen und wirksamen Einfluss auf die Realwirtschaft. Anders ausgedrückt: Auch wenn die Märkte mehr und mehr von einer Zinssenkung ausgehen, ist vor allem die Fiskalpolitik gefragt, um die Risikoeinschätzungen der Realwirtschaft effektiv zu beeinflussen und die Rahmenbedingungen für Konsum und Investitionen zu stärken. Der Gedanke von Helikoptergeld – wie es aktuell in Hongkong eingeführt wird – wäre die einzig effektive Reaktion von Notenbanken auf eine eskalierende Panik in der Realwirtschaft.

Renditen in den USA und in Deutschland sind infolge der Risikoaversion erneut deutlich gefallen, was dem Goldpreis weiter Auftrieb verliehen hat. Aufgrund der Konjunktursorgen hat der Ölpreis deutlich an Boden verloren. Dies wird die Inflationsraten in den kommenden Monaten ebenfalls unter Druck setzen. Doch sind die deutlichen Korrekturen auf den weltweiten Aktienmärkten nachvollziehbar? Da die Unsicherheit über das Ausmaß und den Einfluss des Virus groß bleiben wird, kann hierüber aktuell nur spekuliert werden. Weil Finanzmärkte die Gewohnheit haben, zu übertreiben, und Herdenverhalten zeigen, kann allerdings auch aktuell davon ausgegangen werden, dass der Aktienmarkt nicht nur durch fundamentale Überlegungen getrieben ist. Allerdings bleibt es schwer einzuschätzen, welche Einschätzung fundiert ist. So ist jegliche Investitionsentscheidung bzgl. des Dax spekulativ. Auf mittel- bis langfristige Sicht mag die Entwicklung hingegen klarer sein – wenn am mittel- bis langfristigen Wirtschaftsausblick nicht gezweifelt wird. Doch ob alle Firmen den langfristigen Ausblick erreichen werden, davon kann im Falle einer anhaltenden Rezession in der Industrie kaum ausgegangen werden. Vielleicht liegt hier das größte Risiko: Nach einem Jahr, in dem die Industrieproduktion um 4,5 % geschrumpft ist, verzögert sich die Erholung um mindestens ein Quartal, wahrscheinlich aber um zwei Quartale. Dies macht die aktuelle Industrierezession nicht nur belastender als in vorigen Zyklen, sondern auch bedeutend länger. Dies ist für das systematische Ausfallrisiko nicht bedeutungslos.

Ausblick deutsche Industrie: Was kommt auf uns zu?

Der Ausblick für die deutsche Industrie wird aktuell durch eine Reihe negativer Faktoren bestimmt. Dazu gehören das Coronavirus, Zweifel an der globalen Konjunkturstärke sowie der überraschend starke Produktionseinbruch der Industrie im Jahr 2019.

Sich eintrübende Stimmungsindikatoren in den kommenden Monaten könnten dafür sorgen, dass temporäre Einflüsse zunehmend mit strukturellen Wachstumshemmnissen gleichgesetzt werden, was den mittelfristigen Ausblick für den Produktionsstandort Deutschland übertrieben negativ belasten könnte. Allerdings zeigen empirische Analysen, dass inländische Strukturschwächen durchaus ein bedeutender Treiber des Produktionsrückgangs im Jahr 2019 waren und auch mitverantwortlich für die schon länger anhaltende Investitionsträgheit sind.

Doch die globale Konjunktur bleibt ein entscheidender Treiber für die deutsche Industrieproduktion. Und sie sollte zunehmend für Auftrieb sorgen, – vor allem in der zweiten Jahreshälfte des Jahres 2020. Dies wird die deutsche Industriequote stützen und die Furcht vor einer kurzfristigen Deindustrialisierung relativieren.

The perfect storm

Im Englischen gibt es den Begriff „the perfect storm“ – hierbei geht es um das gleichzeitige Eintreten aller möglichen unglücklichen Ereignisse. Die deutsche Industrie scheint aktuell solch einen Sturm zu erleben, und ihr Ausblick wird durch einige negative Faktoren gleichzeitig belastet: ein überraschend starker Produktionseinbruch aller bedeutenden Branchen im Jahr 2019, nach wie vor schlechte Werte bei den Frühindikatoren, ein sich eintrübender globaler Ausblick infolge des Coronavirus sowie Zweifel an der strukturellen Wettbewerbsfähigkeit des Produktionsstandortes Deutschland. All diese Themen setzen der deutschen Industrie zu und schaffen Raum für negative Fantasien. Mittlerweile fällt in diesem Zusammenhang öfter der Begriff „De-Industrialisierung“, es wird also befürchtet, dass die Industriequote in Deutschland sinkt. Verstärkt wird diese negative Einschätzung durch grundsätzliche Zweifel an der Nachhaltigkeit der globalen sowie europäischen Konjunktorentwicklung. Hohe Schuldenquoten, eine kaum noch effektive Geldpolitik und die starke ökonomische Abhängigkeit von China, dessen Wirtschaftswachstum schon seit Jahren als nicht nachhaltig angesehen wird, untermauern diese Zweifel.

In einem Umfeld, in dem kaum jemand eine positive wirtschaftliche Entwicklung erwartet, bekommen kurzfristige Konjunkturindikatoren eine stärkere Bedeutung. Dies gilt vor allem für negative Indizien, da sie die grundsätzlich skeptischen Einschätzungen zu bestätigen scheinen. In ihren Produktions- und Investitionsentscheidungen fahren Unternehmen auf Sicht, und sie lassen sich eher durch aktuelle Konjunkturindikatoren als von mittelfristigen Perspektiven und Opportunitäten leiten. Aus dieser Sicht ist die aktuelle Situation in der Tat eine Verkettung unglücklicher Umstände. Deshalb werden sich Stimmungsindikatoren in den kommenden Monaten sicherlich eintrüben. Auch das ifo Geschäftsklima, das im Februar von 95,9 auf 96,1 leicht angestiegen ist, sollte hiervon nicht verschont bleiben.

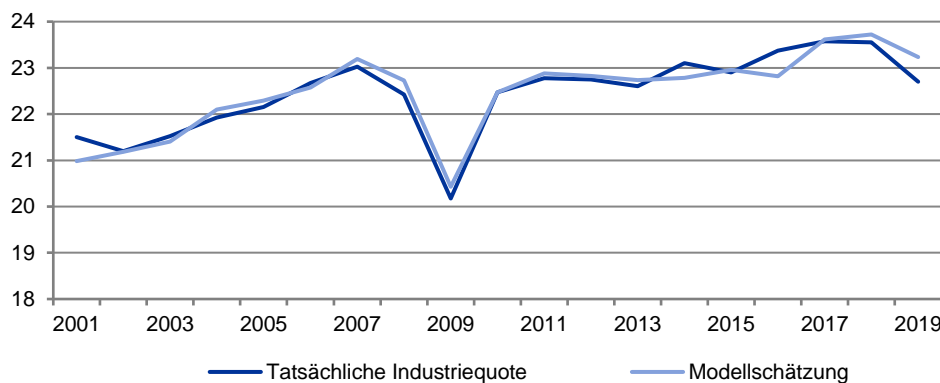
Die Stimmungs- und Konjunkturindikatoren der kommenden Monate werden in Kombination mit negativen Rahmenbedingungen viel Nahrung für eine grundsätzlich pessimistische Erwartung liefern. In diesem Umfeld der Unsicherheit ist es besonders entscheidend, sich einen Überblick darüber zu verschaffen, was einen permanenten und was eher einen temporären Einfluss auf die deutsche Industrie nehmen sollte. Welchen Beitrag zum Produktionseinbruch liefern Konjunktur, strukturelle inländische Themen sowie Ereignisse wie das Coronavirus? Sich eintrübende Konjunkturdaten sollten nicht als Indiz für strukturelle Herausforderungen und nachhaltige Risiken gesehen werden. Doch gerade dies ist in den kommenden Monaten und in Anbetracht der Erfahrungen des Jahres 2019 zu erwarten. **Das Coronavirus belastet Stimmung, Industrie und Ausblick in einer Phase, in der bereits Zweifel an einer positiven Wirtschaftsentwicklung bestehen. Doch wie belastbar sind die Argumente für eine De-Industrialisierung und eine strukturelle Schwäche des Standortes Deutschland?**

De-Industrialisierung – nur die halbe Wahrheit?

Die Industriequote Deutschlands ist von 23,5 % des BIP im Jahr 2018 auf geschätzte 22,6 % im Jahr 2019 gefallen. Ein Rückgang ist aufgrund des Produktionseinbruchs nicht überraschend und sicherlich kein Zeichen

einer De-Industrialisierung. Die Veränderung der deutschen Industriequote wird maßgeblich durch den globalen Industriezyklus geprägt: Bei einer Konjunkturerholung steigt und in einer Rezession sinkt die Quote. Dies ist aufgrund der hohen Sensitivität der deutschen Industrie zum globalen Zyklus nicht verwunderlich. Allerdings ist die Quote im Jahr 2019 deutlich stärker gefallen als durch den globalen Zyklus verursacht. Der Abschwung der globalen Industrieproduktion war für einen Rückgang der deutschen Industriequote von 0,5 Prozentpunkten verantwortlich, tatsächlich sank sie aber um 0,9 Prozentpunkte. **Der Zyklus erklärt also nur etwa die Hälfte des Einbruchs für das Jahr 2019.** Zwar lag die eigentliche Industriequote auch im Jahr 2018 unter dem prognostizierten Wert. Diese Abweichung ist jedoch statistisch nicht bedeutend. So gibt es bis dato keinen Beweis für eine systematische und damit anhaltende Abweichung, was ein Indiz für eine strukturelle De-Industrialisierung sein könnte.

Abb. 1: Deutscher Industrieanteil in % zum BIP



Quellen: Statistisches Bundesamt, IKB-Modellschätzung (Industriequote = Wertschöpfung der Industrie am BIP)

Was trieb den überproportionalen Rückgang der deutschen Industriequote im Jahr 2019? Die IKB hat bereits in früheren Studien (s. *IKB-Kapitalmarkt-News 4. Februar 2020*; *IKB-Kapitalmarkt-News 18. Dezember 2019*) darauf hingewiesen, dass nur etwa die Hälfte des Produktionseinbruchs im letzten Jahr auf die globale Konjunktur zurückzuführen ist. Anders ausgedrückt: **Allein auf Basis der globalen Konjunkturdynamik wäre im Jahr 2019 mit einem Produktionsrückgang von rund 2 % zu rechnen gewesen** – es waren am Ende allerdings 4,5 %. Zudem zieht sich die Industrierezession im Vergleich zu vorigen Zyklen deutlich länger hin. Was sind die Ursachen? Während im Jahr 2018 oftmals Sondereffekte vor allem in der Automobilindustrie als Grund genannt wurden, erklären diese eher wenig die schon länger anhaltende Schwächephase aller Branchen. Es scheinen eher strukturelle Probleme auf der Angebotsseite zu sein. Ein deutlich steigender Arbeitnehmeranteil am Volkseinkommen, Fachkräftemangel, ein sinkendes Potenzialwachstum sowie Unsicherheit über Rahmenbedingungen der Energie und Umweltpolitik (s. *IKB-Kapitalmarkt-News 6. Februar 2020*) belasten die Wettbewerbsfähigkeit des Produktions- und Investitionsstandorts Deutschland. Ihr bisheriger Einfluss wurde in den Vorjahren oftmals durch die gute globale Konjunkturentwicklung überdeckt.

Befindet sich die deutsche Wirtschaft tatsächlich in einer strukturellen und damit anhaltenden Schwächephase? Wird das Jahr 2019 als Grundlage genommen, ist diese Aussage nicht völlig von der Hand zu weisen. Allerdings ist der Einfluss der globalen Konjunktur auf das deutsche Industriewachstum ebenfalls nicht bedeutungslos. Eine globale Erholung sollte demnach der deutschen Industrie Auftrieb geben – wenngleich nicht so bedeutend, wie vielleicht gewünscht. Doch was waren die konkreten Treiber für den außerordentlich hohen Produktionsrückgang im Jahr 2019. **Was bremste die Industrie am Standort Deutschland?**

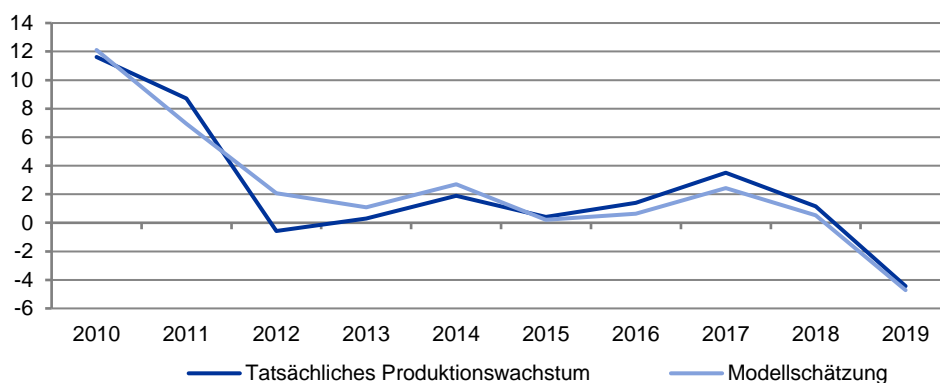
Probleme „Made in Germany“ sind erkenn- und messbar

Die Dynamik der deutschen Industrieproduktion kann grundsätzlich nicht nur durch den globalen Industriezyklus und damit die Nachfrageseite erklärt werden. Ein weiterer bedeutender Treiber ist der Arbeitnehmeranteil am Volkseinkommen und damit die Angebotsseite bzw. die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft. Steigt der Arbeitnehmeranteil, wirkt sich dies negativ auf das Produktionswachstum aus. Gerade dieser Treiber scheint im Jahr 2019 eine bedeutende Rolle gespielt zu haben.

Zwischen 2017 und 2019 ist der Arbeitnehmeranteil um rund 2,5 Prozentpunkte auf über 72 % angestiegen. Wäre der Anteil auf dem Niveau von 2017 (69,75 %) geblieben, hätte sich die Produktion im Jahr 2019 nur um die 2 % reduziert – eben der Beitrag des globalen Industriezyklus. Wird jedoch der tatsächliche Anstieg des Arbeitnehmeranteils berücksichtigt, ergibt sich nach der Modellschätzung ein Rückgang der Industrieproduktion im Jahr 2019 von knapp über 4,5 % (siehe Abb. 2). **Sicherlich ist ein ansteigender Arbeitnehmeranteil – einhergehend mit hohen Lohnforderungen bei eher moderater Produktivität – nur eines der strukturellen Themen. Doch gerade der deutliche Anstieg seit 2017 zeigt, wie belastend Wettbewerbsverschlechterungen in einem schwachen konjunkturellen Umfeld wirken können.**

Die deutsche Industrieproduktion lässt sich durch den globalen Industriezyklus (Nachfrage) und dem Arbeitnehmeranteil am lokalen Volkseinkommen (Angebot) empirisch ausreichend gut erklären. **Steigt der Arbeitnehmeranteil weiter deutlich an und zeigt sich der globale Industriezyklus auch infolge des Coronavirus schwach, ist von einem weiteren Rückgang der Industriequote auszugehen.** Dies ist vor allem in diesem Jahr nicht auszuschließen. Von einer anhaltenden Verringerung der Industriequote ist jedoch aufgrund der Annahme einer globalen konjunkturellen Erholung in der zweiten Jahreshälfte des Jahres 2020 bzw. spätestens im Jahr 2021 sowie bei einem gedämpften Anstieg des Arbeitnehmeranteils nicht auszugehen. Letzteres setzt allerdings eine Investoren-freundliche Wirtschaftspolitik voraus.

Abb. 2: Industrieproduktion (ohne Bau), Veränderung in % zum Vorjahr

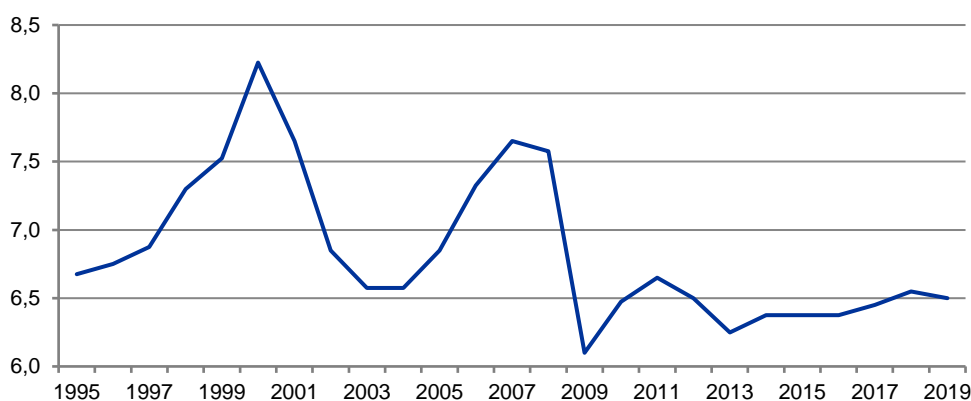


Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Modellschätzung

Investitionsdynamik zeigt strukturelle Herausforderungen

Die strukturellen Herausforderungen für die deutsche Wirtschaft sind kein neues Thema. Sie zeigen sich in der Dynamik der Investitionsquote, die seit der Finanzkrise deutlich verhaltener verläuft. Selbst in den starken Wachstumswahnen 2011/12 und 2017 ist die Quote im historischen Vergleich kaum gestiegen.

Abb. 3: Private Ausrüstungsinvestitionen in % zum BIP



Quelle: Statistisches Bundesamt

Empirische Schätzungen bestätigen einen reduzierten Einfluss des deutschen BIP-Wachstums auf die Investitionsquote. Konjunkturerholungen führen also nicht zu ausgeprägten Investitionsaktivitäten am Standort Deutschland. Außerdem scheint der Einfluss der globalen Konjunktur seit der Finanzkrise gänzlich an Bedeutung verloren zu haben. Das weltweite Wachstum treibt deutsche Investitionen nur, wenn es das deutsche BIP-Wachstum stärkt. Dies bestätigt die schon lange ersichtliche Globalisierungsdynamik: Eine globale Konjunkturerholung führt in erster Linie nicht zu höheren Investitionen in Deutschland, damit eine zunehmende Exportnachfrage bedient werden kann, sondern vor allem zum Aufbau internationaler Produktionskapazitäten mithilfe weltweiter Investitionen. Aus Unternehmenssicht erfordert das niedrige Potenzialwachstum Deutschlands eine zunehmende Globalisierung der Produktionskapazitäten, um globale Marktanteile sichern zu können. Doch dies hat weniger mit De-Industrialisierung zu tun, als mit der Tatsache, dass sich ein Land, dessen Potenzialwachstum weniger als die Hälfte des Wachstums der Weltwirtschaft ausmacht, notgedrungen auf der Angebotsseite globalisieren muss. **Eine zögerliche Investitionsbereitschaft belastet allerdings das Potenzialwachstum und damit die Möglichkeit, perspektivisch am globalen Wachstum teilzunehmen. So ist es weniger die Industriequote am Standort Deutschland, die im Fokus stehen sollte, als der deutsche Anteil an der globalen Industrieproduktion.**

Deutsche Klimaziele: Wachstumsrisiken für die Industrie?

Die Festlegung von CO₂-Grenzwerten dürfte die deutsche Industrie vor erhebliche Herausforderungen stellen. Die Einhaltung der Grenzwerte stellt zwar kurzfristig kein Wachstumsrisiko für die Industrieproduktion dar, weil der Einbruch der Industrieproduktion im Jahr 2019 ein Wachstum in den Jahren 2020 und 2021 ermöglicht, ohne dass die Emissionsgrenzwerte überschritten werden.

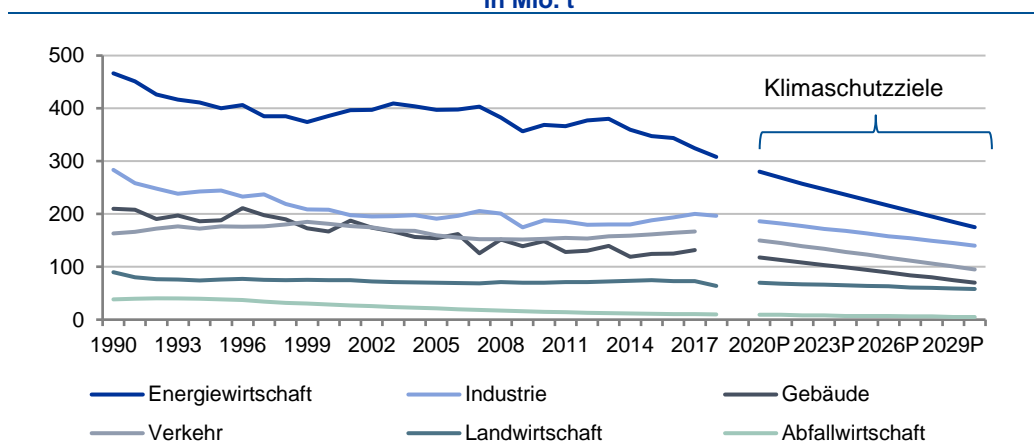
In den Folgejahren ist die Einhaltung der Grenzwerte allerdings kaum mit industriellem Produktionswachstum vereinbar. Denn obwohl die CO₂-Emissionen im Verhältnis zur Industrieproduktion über die Jahre deutlich gesunken sind, reicht dieser aktuell nachlassende Rückgang nicht aus, um die Einhaltung der CO₂-Grenzwerte selbst bei moderatem Wachstum langfristig sicherzustellen.

Global agierende Unternehmen mag dies weniger belasten, da sie die Produktion verlagern können. Der Industriestandort Deutschland muss allerdings einen dynamischeren Rückgang der CO₂-Emissionen vollziehen, wenn die Klimaziele erreicht werden bzw. in keinem Konflikt zum industriellen Produktionswachstum stehen sollen. Hierzu sind effektivere Anpassungsanreize erforderlich. Es fehlt vor allem an einem preisbildenden CO₂-Handel für alle Industriebranchen.

Einfluss des Klimapakets auf die Konjunktur: Angebot versus Nachfrage

Die Bundesbank hat in ihrem *Monatsbericht vom Dezember 2019* die Auswirkungen des Mitte November verabschiedeten Klimapakets auf das Wirtschaftswachstum und die Inflation analysiert. Höhere Energiepreise infolge des verpflichtenden Erwerbs von CO₂-Zertifikaten erhöhen demnach die Inflationsrate und setzen die realen Löhne unter Druck, was die Kaufkraft und somit den privaten Konsum dämpfen könnte. Im weiteren Verlauf wird dies zu höheren Lohnforderungen führen und so die internationale Wettbewerbsfähigkeit belasten, was sich negativ auf die deutschen Exporte auswirken dürfte. Mehrausgaben aus dem Energie- und Klimafonds könnten sich hingegen positiv auf die Konjunktur auswirken – entweder direkt in Form höherer Staatsausgaben oder indirekt durch Investitionsanreize, die zu zusätzlichen privaten Investitionen führen. Für die Realwirtschaft ergeben sich somit gegenläufige Effekte. Gemäß Bundesbank-Schätzungen sind durch das Klimapaket kumuliert keine bedeutenden Wachstumsimplikationen für die drei Jahre 2020 bis 2022 auszumachen. Die Inflationsrate sollte hingegen in den Jahren 2021 und 2022 vor allem aufgrund der höheren Energiekosten um rund 0,25 bzw. 0,3 Prozentpunkte zulegen.

Abb. 1: Deutschland: CO₂-Emissionen und -Grenzwerte einzelner Wirtschaftssektoren in Mio. t



Quellen: Eurostat; *Klimaschutzgesetz*

Die Simulation der Bundesbank berücksichtigt vor allem die Nachfrageseite der Wirtschaft. Was das Umweltpaket für die Angebotsstruktur der Wirtschaft bedeutet, steht weniger im Fokus. Doch für die mittelfristige Perspektive des Produktionsstandortes Deutschland mag dieser Aspekt von größerem Interesse sein. **Denn nicht nur die Energie- und Lohnkosten werden steigen; die Bundesregierung hat zudem für alle Wirtschaftssektoren konkrete CO₂-Grenzwerte für die kommenden Jahre definiert.** Hieraus könnten sich weitere Kosten in Form von Strafzahlungen oder zusätzlichen Käufen von CO₂-Zertifikaten ergeben, und die Investitionsdynamik am Standort Deutschland könnte sich deutlich verändern. Entscheidend wird hierbei sein,

in welchem Maße diese Grenzwerte als bindend anzusehen sind. Das hängt auf der einen Seite von der zu erwarteten Industrieproduktion der kommenden Jahre ab, auf der anderen von den zu erwartenden Konsequenzen bei einer Überschreitung.

Verstoß gegen Grenzwerte und die Notwendigkeit von flexiblen CO₂-Preisen

Sind die Grenzwerte für die Industrie bindend, werden sie einen Anpassungsprozess der Wirtschaft zur Folge haben. **Dieser Prozess kann technologische Innovationen, Produktionsrückgänge, höhere Preise der produzierten Güter oder Produktionsverlagerungen ins Ausland beinhalten.** Die **CO₂-Grenzwerte für Sektoren und damit für die Wirtschaft insgesamt stellen das verfügbare CO₂-Angebot dar.** Dieses ist vorbestimmt bzw. – volkswirtschaftlich gesagt – komplett unelastisch. Steigende Preise würden demnach nicht das Angebot erhöhen, es sei denn, die Regierung sieht sich genötigt, den durch Preisanstiege induzierten Anpassungsprozess durch veränderte höhere Grenzwerte abzumildern, indem sie im europäischen Handel CO₂-Emissionen zuweist. Sofern die Bundesregierung keine Emissionszuweisungen hinzukaufen, ist bei Produktionsausweitungen mit deutlichen Preisanstiegen und damit einem schnellen Anpassungsprozess zu rechnen, vor allem, wenn die Volkswirtschaft insgesamt die Grenzwerte erreicht und alle Sektoren den CO₂-Handel zur Erreichung ihrer Grenzwerte nutzen müssen. Im Idealfall würden die Grenzwerte durch Emissionshandel eingehalten.

Ist das Volumen durch Grenzwerte festgelegt, muss der Preis Angebot und Nachfrage ins Gleichgewicht bringen. Aktuell wird jedoch neben den Grenzwerten auch der CO₂-Preis vorgegeben und erst ab 2026 abhängig von Angebot und Nachfrage bzw. in einer Bandbreite definiert. Auch sind nicht alle Sektoren der Industrie vom CO₂-Handel betroffen. Wie noch zu erläutern ist, werden die Grenzwerte jedoch ohne verändernde Maßnahmen der Industrie bereits relativ schnell erreicht bzw. überschritten werden. Aus diesem Grund **wäre die kurzfristige Einbindung der Industrie in den CO₂-Handel wünschenswert, vor allem, damit sich durch Angebot und Nachfrage eine freie und faire Preisgestaltung von CO₂-Zertifikaten bilden kann. So könnte die Einhaltung der angestrebten Grenzwerte glaubwürdig und transparent erreicht werden.**

Ohne effektive Preissignale bedarf es weiterer Maßnahmen, um die Grenzwerte einzuhalten. **Die aktuelle Gesetzgebung ist jedoch eher vage, konkrete Konsequenzen bei einer Überschreitung der Grenzwerte werden nicht genannt.** Das *KSG schlägt allerdings in § 8*, Absatz 1 vor, entsprechende Maßnahmen zu definieren. Der Ball liegt also beim Staat, die Einhaltung der in Abb. 1 dargestellten Grenzwerte bleibt zunächst ungewiss.

Risiko der Grenzwerte für die Industrie: Es muss etwas passieren!

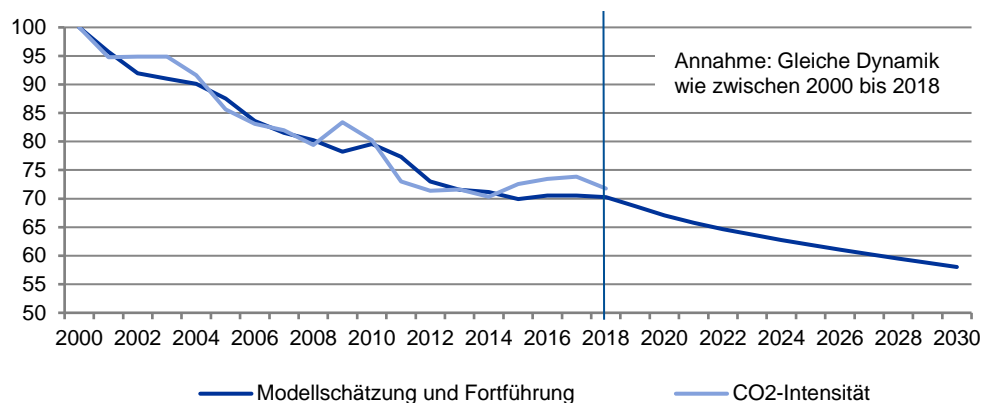
Der historische CO₂- Ausstoß der wirtschaftlichen Sektoren zeigt zyklische und auch strukturelle Dynamiken. So waren die CO₂-Emissionen der Industrie bis ins Jahr 2000 im Trend rückläufig, seitdem sind sie jedoch eher stabil. Gleichzeitig deuten Fluktuationen auf Konjunktoreinflüsse hin – vor allem bei konjunktursensitiven Sektoren. Dies lässt sich in Abb.1 am Emissionsrückgang 2009, aber auch am Anstieg seit 2015 erkennen. Empirische Analysen bestätigen, dass die CO₂-Emissionen der Industrie sowohl konjunkturelle als auch strukturelle Treiber aufweisen. **In welchem Maße könnten die aktuellen Grenzwerte für die Industrie effektive Wachstumshürden darstellen und somit Anreize für Innovation bieten, aber auch Risiken bergen, wie höhere Kosten oder internationale Wettbewerbsverluste für den Standort Deutschland?**

Die CO₂-Emissionen sind im Verhältnis zur Industrieproduktion über die Jahre deutlich gesunken; pro Produktionseinheit der Industrie ist immer weniger CO₂ ausgestoßen worden. Der Rückgang dieser sogenannten CO₂-Intensität ist allerdings nicht linear. Auch scheint das Verhältnis zwischen CO₂-Ausstoß und -Produktion seit 2011 relativ stabil. Empirische Analysen bestätigen das. **Reicht also die aktuelle Dynamik der CO₂-Intensität aus, einen höheren CO₂-Ausstoß bei einer wachsenden Industrieproduktion zu vermeiden?**

Gemäß Bundesbank sollte das Klimapakete keinen bedeutenden Einfluss auf die Konjunktur der kommenden Jahre haben. Doch wie ist der Einfluss der Grenzwerte auf die Industrie einzuschätzen? Im Jahr 2018 hat die deutsche Industrie ca. 196 Mio. Tonnen CO₂ ausgestoßen. 2019 ist die Industrieproduktion von Verarbeitendem Gewerbe und Bau im Vergleich zum Vorjahr um rund 3,5 % zurückgegangen. Gemäß IKB-Schätzungen sollte damit der prozentuale Rückgang des CO₂-Ausstoßes im vergangenen Jahr bei über 6 % gelegen haben – vor allem aufgrund dieses Produktionsrückgangs der Industrie. Deshalb dürfte der CO₂-Grenzwert von 186 Mio. Tonnen im Jahr 2020 nicht erreicht werden, obwohl der Grenzwert 10 Mio. Tonnen unter dem ausgestoßenen Niveau des Jahres 2018 liegt. Lediglich **ein Produktionsanstieg von über 4 % im Jahr 2020 würde**

das Klimaziel gefährden und zu einer Überschreitung des Grenzwerts führen – eine eher unwahrscheinliche Entwicklung. Somit ergibt sich aus dem aktuellen CO₂-Grenzwert kurzfristig keine Gefahr für das Klimaziel und damit kein Wachstumsrisiko bzw. Anpassungsbedarf für die Industrie.

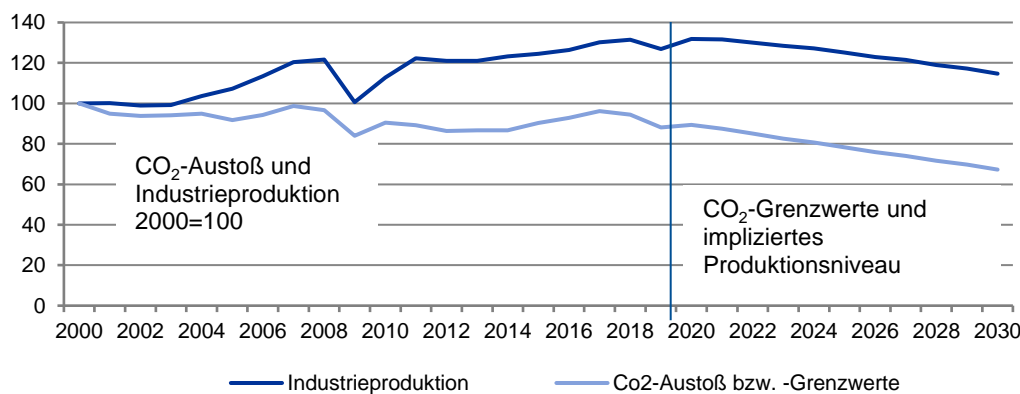
Abb. 2: Deutschland: CO₂-Intensität – CO₂-Ausstoß zur Industrieproduktion, 2000 = 100



Quellen: Eurostat; IKB-Berechnung

Innovationen sind naturgemäß kaum zu prognostizieren. Wie der mittelfristige Anpassungsprozess der deutschen Industrie infolge der Einführung der Grenzwerte sein wird, lässt demnach viel Raum für Spekulation. Dass Innovationen aber stattfinden müssen, um mittelfristig die Grenzwerte einhalten zu können, darüber besteht wenig Zweifel. **Denn die aktuelle Dynamik beim Rückgang der CO₂-Intensität reicht nicht aus, um mittelfristig gleichzeitig das zu erwartende Produktionswachstum und die Einhaltung der Grenzwerte zu ermöglichen. So ist eine Einhaltung der Grenzwerte ab 2022 nur mit einem niedrigeren Produktionsniveau in Einklang zu bringen (Abb. 3).** Notwendig ist also eine deutlich stärker sinkende CO₂-Intensität. Anders ausgedrückt: Die Grenzwerte werden mittelfristig erreicht werden, und die Frage wird unausweichlich aufkommen, was sich am Ende anpassen wird – die deutsche Industrielandschaft oder die Grenzwerte. Da es kurzfristig keine effektive Preisanreize durch den CO₂-Handel gibt, besteht zudem die Gefahr, dass die Einhaltung der Grenzwerte eine zunehmende Intervention des Staates mit sich bringt.

Abb. 3: Deutschland: CO₂-Emissionen und Industrieproduktion, 2000 = 100



Quellen: Eurostat; IKB-Berechnung

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

	27. Februar 2020	in 3M	in 9M	Ende 2020
3M-Euribor	-0,42	-0,40	-0,40	-0,37
3M-USD-Libor	1,64	1,70	1,65	1,65
10-Jahre Bund	-0,51	-0,350	-0,20	-0,20
10-Jahre U.S. Treasury	1,31	1,55	1,50	1,55

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

	27. Februar 2020	in 3M	in 9M	Ende 2020
EUR/USD	1,09	1,08	1,10	1,13
EUR/GBP	0,84	0,85	0,87	0,88
EUR/JPY	120	122	122	123
EUR/CHF	1,06	1,08	1,08	1,10
EUR/HUF	340	333	336	334
EUR/CZK	25,3	25,2	25,2	25,3
EUR/TRY	6,73	6,70	7,00	7,24
EUR/PLN	4,32	4,23	4,27	4,31
EUR/RUB	71,6	70,5	69,2	70,0
EUR/MXN	21,2	20,8	21,0	21,5
EUR/ZAR	16,7	16,4	16,8	17,2
EUR/CNY	7,66	7,70	7,76	7,70
EUR/CAD	1,46	1,45	1,45	1,46
EUR/AUD	1,67	1,61	1,60	1,60

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

Februar 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