

# Barometer

## Konjunktur- und Zinsperspektiven

### Volkswirtschaft und Research IKB Deutsche Industriebank AG

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

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

Eugenia Wiebe  
+49 211 8221 3174  
[Eugenia.Wiebe@ikb.de](mailto:Eugenia.Wiebe@ikb.de)

### **Konjunktur: Coronavirus hinterlässt tiefe Spuren** 2

Stimmungsindikatoren signalisieren Schockstarre der Volkswirtschaften • Negative Folgen für die Arbeitsmärkte absehbar • Ein Neuaufflammen der Euro-Schuldenkrise gilt es zu verhindern • Zusammenhalt und gemeinschaftliche Verantwortung Europas ist gefordert

### **Kapitalmärkte: Coronavirus – EZB muss mehr tun, als nur den Brand löschen, doch die Zeit für Helikoptergeld ist noch nicht gekommen** 4

Notenbanken sind erneut gefordert, Schuldentragfähigkeit der Staaten zu stützen • Italien und andere Problemländer dürften dennoch weitere Unterstützung benötigen • Zinsen bleiben damit langfristig niedrig, selbst bei temporärem Inflationsanstieg • Helikoptergeld macht erst Sinn, wenn sich Angebotsseite wieder belebt

### **Coronakrise: Die bisherigen fiskalischen und geldpolitischen Maßnahmen reichen nicht** 6

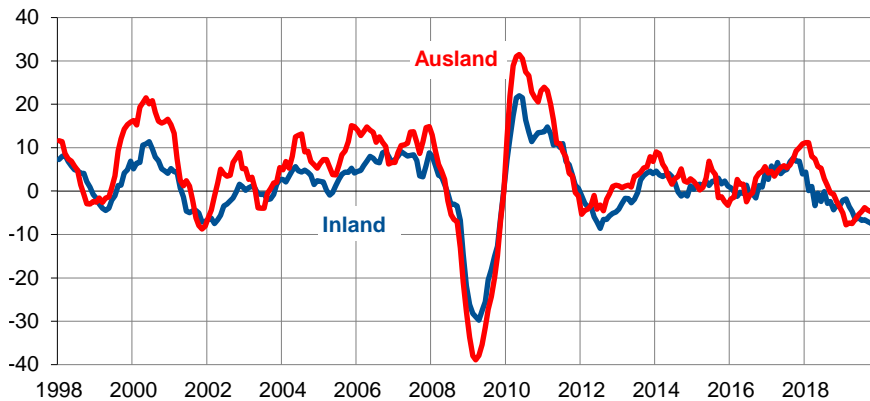
Nur Kredithilfen wären keine nachhaltige Lösung • Staatliche Transferzahlungen sind notwendig • EZB ist weiterhin als Brandlöscher gefragt • EZB-Notkaufprogramm ist zu begrüßen • Aber weiteres ist erforderlich, es ist nicht die Zeit für Prinzipien oder Regeln

### **Coronakrise: Die Zeit danach** 8

Europa bekommt weniger ein realwirtschaftliches Problem, sondern vielmehr ein erneutes Schuldenproblem • Krise erfordert Lösungen im Euro-Kontext • Inflationsrisiken sind nur langfristig ein mögliches Thema • Implikationen für die Märkte – Besitz von realen Werten überzeugt weiterhin

## Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



### IKB-Prognose 2020

Reale Veränderung in %,  
saison- und kalenderbereinigt

#### BIP-Wachstum

Deutschland	-4,7
Euro-Zone	-5,3
UK	-4,9
USA	-0,4
Japan	-1,2
China	3,4

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

## Konjunktur: Coronavirus hinterlässt tiefe Spuren

Die Coronapandemie trifft Europa schwer. Die Länder sind gleichzeitig mit einem Angebots- und einem Nachfrageschock konfrontiert, damit werden eine Industrie- und eine Konsumrezession zusammentreffen. Im Unterschied zur Lage nach der Lehmann-Insolvenz im Winterhalbjahr 2008/09 ist der Konsum von Waren und Dienstleistungen stark eingeschränkt. Angesichts des hohen Anteils des privaten Verbrauchs – auch in Deutschland mit 53 % an der Wirtschaftsleistung – führt dies sofort zu hohen Wachstumsverlusten. Damit dürfte der weitgehende Stillstand von öffentlichem Leben und Wirtschaft innerhalb kurzer Zeit tiefere Spuren in den Volkswirtschaften hinterlassen als die Weltfinanzkrise 2008/09 (s. S. 8 „Die Zeit danach“).

### Stimmungsindikatoren signalisieren Schockstarre der Volkswirtschaften

Bisher liegen für Europa nur Stimmungsindikatoren vor, in denen sich die Folgen des Coronavirus zeigen. Dabei verzeichnen alle Indikatoren heftige Rückschläge mit vielfach historischen Einbrüchen.

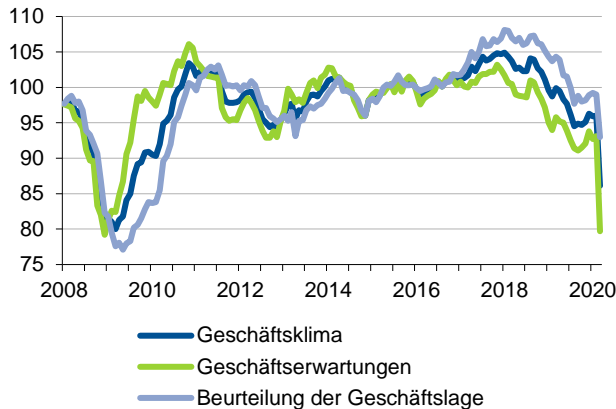
Auch für die deutsche Wirtschaft reihte sich das ifo Geschäftsklima als bedeutendster Gradmesser für die aktuelle und zukünftige Entwicklung in die Reihe ein. Im März brach der Index so kräftig ein wie noch nie im wiedervereinigten Deutschland. Das ifo Geschäftsklima sackte um 9,9 auf 86,1 Zähler – dies ist nicht nur der niedrigste Stand seit Juli 2009 zur Hochzeit der globalen Finanzkrise, sondern liegt auch noch unter dem vorläufigen Wert einer Woche zuvor. Damit ist die Stimmung in der letzten März-Woche nochmals deutlich schlechter ausgefallen.

Auch das Konsumentenvertrauen, das im letzten Jahr eine wichtige Stütze der wirtschaftlichen Entwicklung war, brach ein. Hier gab es ein Minus von 5,6 Zähler auf 2,7 Punkte. Niedriger war der Wert zuletzt im Mai 2009. Insbesondere die Konjunkturerwartung büßte aktuell 20,4 Zähler ein und rutschte auf -19,2 Punkte. Ein niedrigerer Wert wurde zuletzt im August 2012 gemessen.

Die deutsche Wirtschaft befindet sich in einer Schockstarre. Die volle Wucht der staatlichen Schutz- und Abwehrmaßnahmen werden sich in den „harten“ konjunkturellen März- und Aprilzahlen zeigen, die erst Mitte Mai bzw. Juni zur Publikation anstehen. Damit wird sowohl die BIP-Dynamik im ersten, aber vor allem im zweiten Quartal belastet sein.

Wie lange die Krise anhält, ist ungewiss. China brauchte vier Wochen zur Stabilisierung der Infektionszahlen und rund acht Wochen zur weitgehenden Aufhebung der Quarantäne-Maßnahmen. Europa befindet sich dagegen erst in der zweiten Quarantäne-Woche!

**Deutschland: ifo Geschäftsklima, 2015 = 100**



Quelle: ifo



**Negative Folgen für die Arbeitsmärkte absehbar**

An den wöchentlichen US-Arbeitsmarktzahlen zeigt sich bereits, mit welcher Wucht der Virus die US-Wirtschaft trifft. So stieg die Zahl der Erstanträge auf Arbeitslosengeld in der Woche zum 21. März um 3 Mio. auf 3,2 Mio., den mit Abstand höchsten Wert, der jemals gemessen wurde. Der bisherige Rekord lag im Oktober 1982 bei 695 Tsd. Personen. Im März 2009 zur Zeit der Finanzkrise waren die Anträge auf 665 Tsd. geklettert.

Die Coronapandemie wird auch am deutschen Arbeitsmarkt tiefe Spuren hinterlassen. So heftig, wie es sich in den USA abzeichnet, werden die Bremsspuren hierzulande aber nicht werden. Insbesondere das Instrument der Kurzarbeit, das derzeit in Unternehmen aller Branchen und Größen geprüft oder bereits eingesetzt wird, wird vorerst das Schlimmste verhindern. Die Bundesregierung erwartet mehr als 2 Millionen Kurzarbeitsanträge.

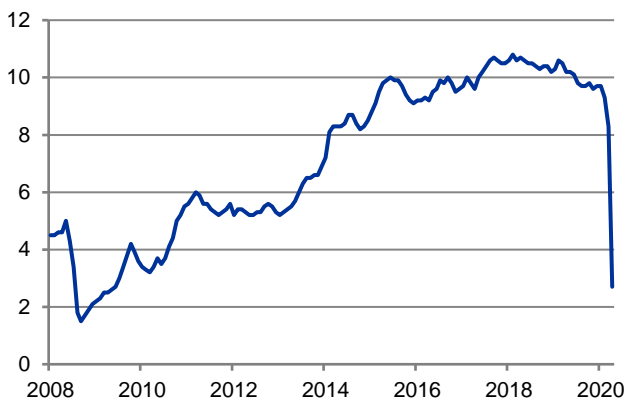
**Die Gemeinschaft Europas ist gefordert**

Notenbanken und Staaten weltweit haben in diesem Umfeld umfangreiche Stützungsmaßnahmen beschlossen. Damit konnten zumindest in der letzten Woche die Finanzmärkte beruhigt werden – vorerst.

Besonders hoch verschuldete Staaten sind gefährdet. In der Euro-Zone betrifft das vor allem Griechenland, Italien und Portugal. Diese Länder haben Schuldenstände von weit über 100 % des BIP. Aber auch in Frankreich, Spanien und Belgien liegt die Staatschuldenquote nur bei knapp unter 100 % des BIP. Für diese Länder drohen Herabstufungen durch Ratingagenturen, die den Druck auf die Länder verstärken. Ein erneutes Aufflammen der Euro-Schuldenkrise mit fragmentierten Euro-Finanzmärkten, Bankenproblemen und Ansteckungseffekten zwischen den Euro-Ländern gilt es zu verhindern.

Für die Euro-Zone folgt daraus, dass sie eine gemeinsame fiskalische Verantwortung übernehmen muss, denn es handelt sich um eine unverschuldete Krise. Weitere Maßnahmen, wie der erneute Einsatz des ESM oder Corona-Gemeinschaftsanleihen (Corona-Bonds) sind damit möglich und nicht auszuschließen; sie würden zudem die EZB entlasten.

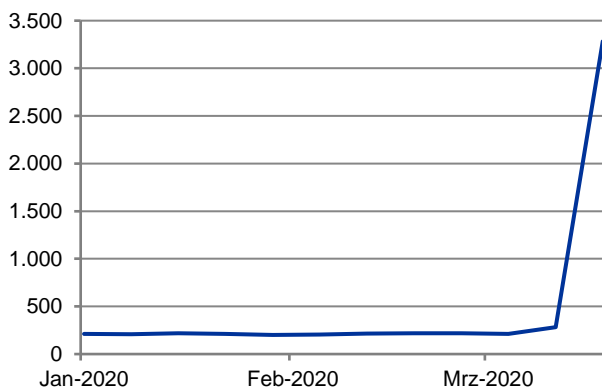
**Deutschland: GfK Konsumklima, Diffusionsindex**



Quelle: Bloomberg



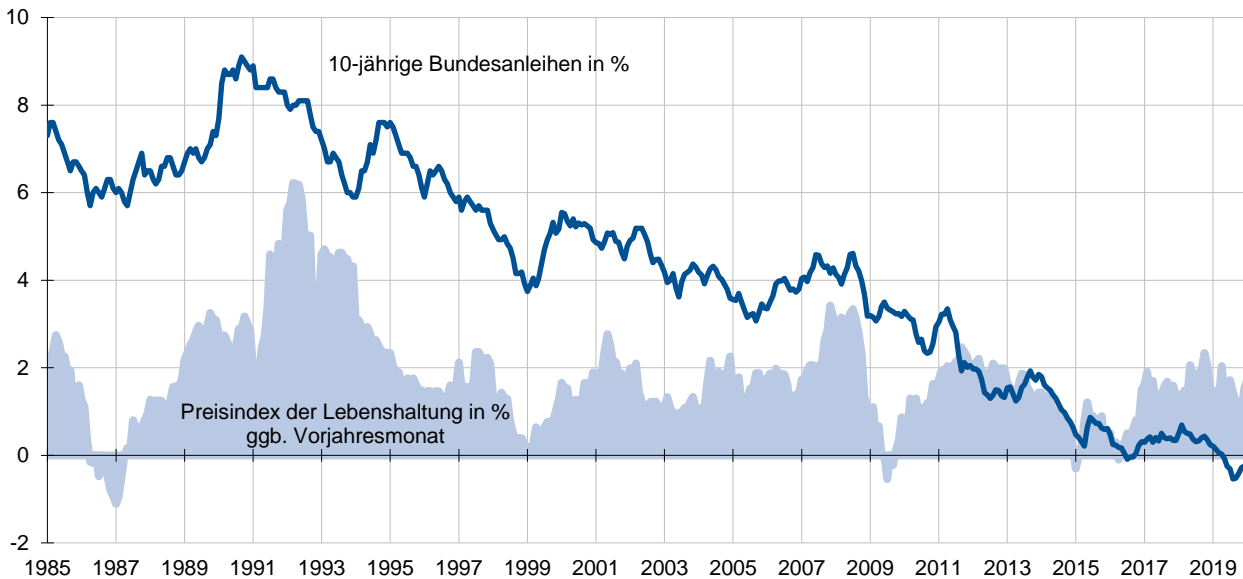
**US-Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, in Tsd.**



Quelle: Bloomberg



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

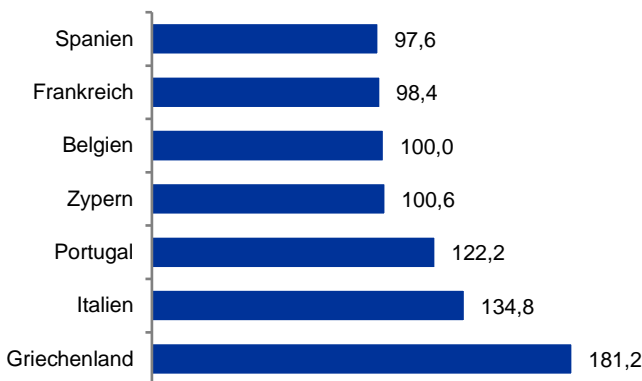


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



**Kapitalmärkte: Coronavirus – EZB muss mehr tun, als nur den Brand löschen, ...**

**Ausgewählte Euro-Länder: Staatsschuldenquote, 2018**



Quelle: Eurostat (in % des BIP)

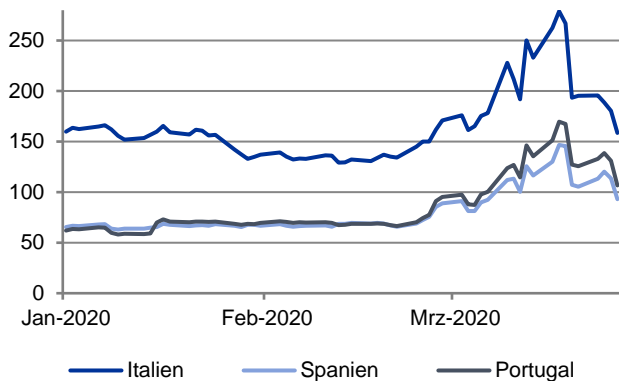


Die Feuerwehr ist im Großeinsatz – dies bezieht sich nicht nur auf fiskalische Maßnahmen, die weltweit zur Eindämmung der Coronakrise angekündigt und umgesetzt werden. Es bezieht sich auch auf alle bedeutenden Notenbanken. Sie sichern durch Ankaufprogramme und Refinanzierungsgeschäfte den Banken sowie Kapitalmärkten ausreichend Liquidität. Doch die Arbeit der EZB ist mit kurzfristigen Liquiditätsbereitstellungen noch lange nicht abgeschlossen. Das Ausmaß der aktuellen Krise wird die Schuldenquoten der Euro-Länder dermaßen ausweiten, dass manche ohne einen gemeinsamen europäischen Kraftakt diese nicht mehr tragen bzw. senken können.

Die Maßnahmen der EZB, Anleihen in einem Volumen von bis zu 750 Mrd. € aufzukaufen, werden sicherlich die Märkte beruhigen. Eine Stabilisierung der Risikoprämien infolge der EZB-Ankündigungen sollte allerdings nicht als ein Signal des „weiter wie bisher“ gesehen werden. Die EZB wird infolge der aktuellen Krise und ihres Ankaufprogramms eine permanente Lösung für überschuldete Euro-Länder darstellen. Auch für andere Länder wie die USA, Großbritannien und Japan werden ihre Notenbanken zunehmend entscheidend für die Schuldentragfähigkeit sein. Ankaufprogramme helfen, Renditen trotz eines absehbaren Bonitätsverlusts relativ niedrig zu halten. Zudem versichern sie, dass die Notenbank immer ein bedeutender Gläubiger sein wird, was perspektivisch eine effektive Schuldenentlastung erlaubt (*siehe auch S. 5*). Die Schulden von Ländern wie Italien werden dagegen umverteilt werden müssen – durch einen direkten Schuldenschnitt oder eine alternative europaweite Finanzierung. Dabei dürfte Italien angesichts der Tiefe der Krise auch nicht das einzige Land bleiben. Dies gilt vor allem dann, wenn der Staat mehr und mehr Transferzahlungen leisten muss. Hätte eine andere Haushaltspolitik in den letzten Jahren die Implikationen der aktuellen Krise für die Schuldentragfähigkeit mildern können? Bei dem Ausmaß des Einbruchs ist dies anzuzweifeln, ob die Konsequenzen der unverschuldeten Krise für Länder wie Italien oder Spanien bedeutend anders ausgefallen wären, wenn sie einen aggressiveren Konsolidierungspfad verfolgt hätten.

... doch die Zeit für Helikoptergeld ist noch nicht gekommen

Risikoprämien, bps (Aufschlag zu 10-Jahre Bunds)

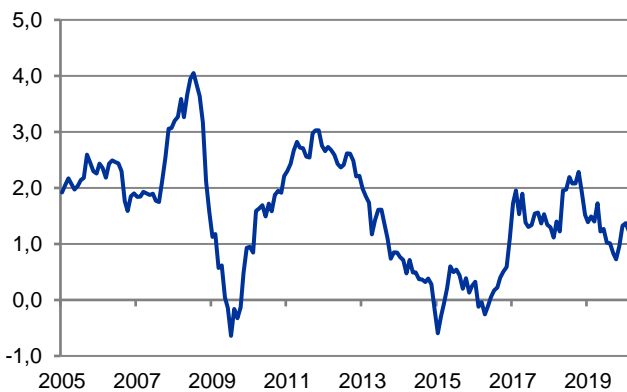


Quelle: Bloomberg



Dies muss nicht unbedingt bedeuten, dass die „no-bail-out“-Prinzipien bzw. eine gemeinsame Linie, was Haushaltsdisziplin angeht, nicht weiter Relevanz haben könnte – allerdings erst wenn die Schuldenquoten auf ein Niveau reduziert wurden, bei dem der Staat wieder handlungsfähig ist. Die Schuldenquoten vieler Länder werden nach der Krise einen „Reset“ brauchen – quasi ein Neubeginn, bei dem die Notenbank als größter Gläubiger eine entscheidende Rolle spielen wird. Somit gibt es kein Argument, warum Zinsen zukünftig bedeutend ansteigen können. Selbst mit einem möglicherweise erhöhten temporären Inflationsdruck infolge der Coronakrise ist noch auf Jahre von realen negativen Zinsen auszugehen.

Euro-Zone: Inflationsrate in % YoY

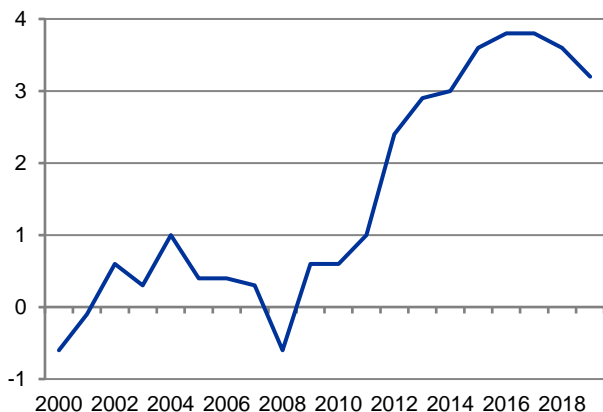


Quelle: Eurostat



Bei niedrigen Schuldenquoten und starkem Vertrauen kann die Netto-Kreditnachfrage eine ausreichend große reale gesamtwirtschaftliche Nachfrage generieren. Dies ist im aktuellen Umfeld weniger der Fall. Die Fähigkeit der Notenbank, durch niedrige Zinsen und eine endogene Kreditvergabe ein Gleichgewicht zwischen Vermögensaufbau und Vermögensrückfluss in die Realwirtschaft zu erzeugen, ist gestört. Wie kann nun versichert werden, dass genug effektive Nachfrage in der Wirtschaft besteht? Eine Umverteilung von Gläubigern zu Schuldern wäre möglich, wobei dies ungewollte Nebeneffekte mit sich bringen könnte. Eine Alternative ist: Helikoptergeld. Dies würde die Nachfrage und die Geldmenge in der Realwirtschaft effektiv und sofort steigen lassen. Kommen nicht nur Konsumenten, sondern auch Unternehmen in den Genuss, könnten sogar Investitionen perspektivisch steigen – alles eine Frage der Konditionalitäten, zu denen das Geld verteilt wird.

Euro-Zone: Leistungsbilanzsaldo in % zum BIP



Quelle: EIU



Führt Helikoptergeld relativ schnell zu Wachstum, könnte ein Inflationsanstieg dieser Politik entgegenwirken. Somit ist es entscheidend, dass die Angebotsseite der Wirtschaft relativ sensitiv auf einen Nachfrageschub reagiert. In der aktuellen Krise dürfte dies kaum der Fall sein; perspektivisch allerdings schon. Helikoptergeld würde also vor allem dann Sinn machen, wenn sich die Wirtschaft stabilisiert hat und Produktion sowie Dienstleistung sich beleben, es aber an effektiver und ausreichender Nachfrage fehlt. Helikoptergeld in einem Shut-down-Szenario kann nur Inflation bedeuten. Deshalb ist in Europa die Zeit für diese Politik noch nicht gekommen.

## Coronakrise: Die bisherigen fiskalischen und geldpolitischen Maßnahmen reichen nicht

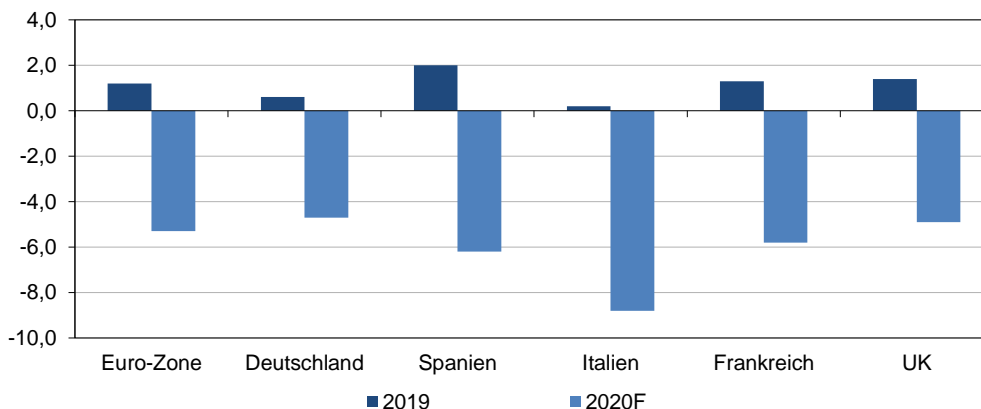
**Fazit:** Die ersten Reaktionen der Staaten und Notenbanken auf die Coronakrise konnten die Märkte nicht beruhigen. Aus dieser Sicht ist das jüngste EZB-Aufkaufprogramm zu begrüßen. Alle größeren Euro-Staaten werden in diesem Jahr ein geringeres Bruttoinlandsprodukt aufweisen. Auch werden sich die Unternehmensbonitäten infolge von Wirtschaftseinbruch sowie Kreditaufnahmen verschlechtern, was die Investitionsdynamik in der Euro-Zone mittelfristig belasten wird.

Notwendig sind deshalb nicht nur Kreditzusagen und Bürgschaften, sondern auch Transferzahlungen an Unternehmen und die Realwirtschaft im Allgemeinen. Dies wird die Schuldenquoten von Ländern wie Italien auf ein kritisches Niveau anheben, was wiederum neue Lösungen von EZB/ESM erfordern wird. Plausible Alternativen scheint es nicht zu geben.

### Aktuelle Kredithilfen durch den Staat keine nachhaltige Lösung

Die Auswirkungen der Coronakrise werden im zweiten Quartal zu einem BIP-Einbruch in so gut wie allen Euro-Staaten führen. Daran gibt es wenig Zweifel. Was danach kommt, ist weniger absehbar. Kann die Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte eine Aufholjagd starten, oder wird sich die Bekämpfung des Virus länger hinziehen? Bei einem Land wie Deutschland, zu dessen BIP das Verarbeitende Gewerbe einen relativ hohen Anteil beisteuert, mag die Erwartung eines Aufholeffekts durchaus begründbar sein. Denn in China sind bereits erste Anzeichen eines Abflauens der Coronakrise zu erkennen, welche hoffen lassen, dass die dortige Nachfrage nach Gütern bald die globale Konjunktur stützt. Dennoch muss für alle Euro-Länder für das Gesamtjahr 2020 von einem BIP-Rückgang ausgegangen werden. In Italien kann dieser Rückgang bei über 4 % liegen, während Deutschland womöglich unter 2 % bleibt. Doch selbst bei dieser Prognose ist das Risiko nach unten gerichtet.

Abb. 1: BIP-Wachstumsprognosen, Jahreswachstum in %



Aktuell liegt der Fokus auf kurzfristigen Stützungsmaßnahmen. Die EZB etwa versucht, die Liquidität von Märkten und Banken sicherzustellen. Gleichzeitig starten Regierungen weltweit großvolumige fiskalische Maßnahmen. Das sind in der Regel direkte Ausgaben, die Einkommen von Arbeitnehmern stützen, aber auch – und oftmals hauptsächlich – Kreditzusagen an Unternehmen. So wird aktuell viel über das angekündigte spanische Hilfspaket mit einem Volumen von insgesamt 200 Mrd. € gesprochen. Allerdings handelt es sich bei 100 Mrd. € aus diesem Paket um Kreditzusagen und nicht um eine direkte Stützung von Nachfrage oder Einkommen. Auch in Großbritannien besteht ein Großteil der avisierten Hilfspakete mit einem Gesamtvolumen von über 340 Mrd. Pfund aus Kreditzusagen oder Bürgschaften für Unternehmen. Einen ähnlichen Ansatz verfolgt die KfW in Deutschland. Diese Zusagen sind also keine effektiven Transfers, sondern dienen vor allem der kurzfristigen Liquiditätsabsicherung von Unternehmen. In Zeiten, in denen der Umsatz zum Erliegen kommt, während die fixen Kosten weiterlaufen, hat Liquidität höchste Priorität. **Ihre Sicherstellung ist eine absolute Notwendigkeit, um einen weitreichenden Zusammenbruch der Wirtschaft zu verhindern. Geht der Blick jedoch über die akute Krise hinaus, zeigt sich allerdings, dass Kredite und Bürgschaften nicht nur nicht ausreichen, sondern perspektivisch auch negative Dynamiken anstoßen.** Denn auf den Kosten der Krise bleiben die Unternehmen sitzen. Der Staat stellt nur kurzfristig sicher, dass die Unternehmen diese Kosten tragen können.

Unabhängig von ihrer Dauer werden Unternehmen aus dieser Krise geschwächt hervorgehen, da sie ihre Verschuldung erhöhten. Dies gilt sowohl für kleine wie große Unternehmen. In Sektoren wie der Gastronomie ist selbst ein kurzfristiger Einkommensausfall aufgrund hoher Fixkosten lebensbedrohlich. Die Laufzeit möglicher Kredite muss idealerweise lang sein, um die Belastung durch die Tilgung zu minimieren. Größere Unternehmen haben hingegen vor allem ein Bonitätsproblem, was sich auf den Kapitalmarktzugang niederschlägt. Da es sich bei den aktuellen fiskalischen Angeboten eher um Kredite zur Liquiditätssicherung als um Investitionskredite handelt, wird die Bonitätseinschätzung eines Unternehmens durch die Märkte und Kreditinstitute unweigerlich belastet. Die Schulden steigen, das Gewinnpotenzial eher nicht. **Überschuldung und schwache Bonität werden folglich die perspektivische Investitionsbereitschaft der Unternehmen beeinträchtigen und die bereits eher maue Investitionsdynamik in der Euro-Zone zusätzlich und selbst mittelfristig belasten.** Zudem wird die Abhängigkeit der Wirtschaft von niedrigen Zinsen weiter erhöht. So ist auch die aktuelle Ausweitung der Risikoprämien von Unternehmen nicht nur kurzfristig und ausschließlich als Übertreibung der Märkte einzuschätzen.

**Abb. 2: Itraxx – Risikoprämien für europäische Unternehmen, in bsp**



Quelle: Bloomberg

Insbesondere wenn sich die Coronakrise länger hinziehen sollte, muss eine weitreichendere Entlastung stattfinden, als durch eine kurzfristige Kreditvergabe gegeben. Der Staat muss unweigerlich eher Eigenkapital als Kredite zusagen bzw. er müsste vermehrt ins Risiko gehen, z. B. durch Mezzaninekapital. Und auch wenn sich die Wirtschaft relativ schnell erholen sollte, werden die privaten Schuldenquoten dennoch ansteigen. Spätestens dann werden Kredite in Transferzahlungen umgewandelt werden müssen. Dies wird entweder freiwillig durch den Staat geschehen oder er wird durch einen deutlichen Anstieg der Insolvenzen dazu gezwungen.

Bei diesen reinen Transferzahlungen an Unternehmen handelt es sich nicht um das derzeit heiß diskutierte Helikoptergeld. Der Begriff „Helikoptergeld“ beschreibt Transfers von der Notenbank in die Realwirtschaft. Überließe der Staat jedem Bürger/Unternehmen konditionslos einen Betrag und würde er die Summe dieser Beträge durch eine „Corona-Anleihe“ finanzieren, die wiederum vollständig von der Notenbank aufgekauft würde, wäre der Begriff Helikoptergeld angebracht. Denn dann würde „neues“, von der Notenbank stammendes Geld in die Realwirtschaft transferiert. Aktuell scheint Europa eher den Weg zu beschreiten, die Schuldenquoten der Euro-Staaten durch gewollte und ungewollte Transferzahlungen hochzuschrauben. **So werden die Schuldenquoten der Euro-Staaten unweigerlich ansteigen, auch wenn der ursprüngliche Fokus vieler aktueller Hilfspakete auf Bürgschaften und Kreditzusagen liegt.**

### EZB weiterhin gefragt

Anlässlich der Auswirkungen des Coronavirus auf die Wirtschaft im zweiten Quartal und die hohe Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Krise steht außer Frage, dass die Notenbank den Rahmen für eine handlungsfähige Fiskalpolitik sicherstellen muss – vor allem für Staaten wie Italien oder Spanien, deren Schuldentragfähigkeit immer weniger gegeben ist. **Die Maßnahmen der EZB dürfen nicht nur Kredite und Bürgschaften umfassen, sie müssen ebenfalls einen großen Anteil an Transferzahlungen beinhalten – auch für hochverschuldete Staaten.** Die EZB wird unweigerlich gefordert sein, gegen die steigenden Schuldenquoten einiger Länder anzugehen. Beim EZB-Meeting Mitte März war sich die EZB sicher, dass ihre Maßnahmen zur Bekämpfung der Coronakrise ausreichen. Überraschend war dies insofern, weil die Notenbank nicht viele Maßnahmen ankündigte. Und diese reichen bei Weitem nicht aus, um die aktuelle realwirtschaftliche wie auch

die sich aufbauende Staatsschuldenkrise ausreichend zu bekämpfen (siehe *EZB – wo bitte schön bleibt die Krisenpolitik?*).

Das nun angekündigte Notkaufprogramm mit einem Volumen von 750 Mrd. € wird mehr bewegen. Denn die effektive Zinslast für die Euro-Staaten wird dadurch weiter reduziert bzw. einer Renditeanhebung durch den Markt wird entgegengewirkt. **Allerdings verhindert dieses Programm nicht, dass die offiziellen Schuldenquoten der Staaten infolge ihrer fiskalischen Anstrengungen ansteigen und somit eine Bonitätsverschlechterung herbeiführen.** Wie die Unternehmen benötigen zunehmend auch Staaten eine effektive Transferzahlung, um ihre Bonität und langfristige Kapitalmarktfähigkeit sicherzustellen. Dies kann nur durch die EZB geschehen. Ein Aufkaufprogramm mag die Märkte beruhigen, doch **die Fundamentaldaten für Länder wie Italien sind eindeutig: Die Schuldentragfähigkeit des Landes ist nicht mehr gegeben.** Die IKB erwartet einen Anstieg der italienischen Schuldenquote auf bis zu 150 % und der spanischen auf bis zu 110 %. Der bereits geäußerte Wunsch Italiens, den ESM auch ohne Bedingungen anzapfen zu wollen, kommt deshalb nicht überraschend. Ist es vielleicht an der Zeit, die von der EZB gehaltenen Staatsanleihen aus der italienischen Schuldenquote herauszurechnen und sich gänzlich vom Gedanken zu lösen, die EZB darf/soll keine Staatsfinanzierung betreiben? Ob durch ESM oder EZB, die Maßnahmen müssen über den aktuellen Handlungsrahmen hinausgehen. Es ist nicht die Zeit für Prinzipien oder Regeln: die Wirtschaft – Staat wie Privatsektor – muss schnell und unbürokratisch entlastet werden.



## Coronakrise: Die Zeit danach

**Fazit:** Aktuell herrscht viel Unsicherheit über die Auswirkung der Coronakrise auf die deutsche Wirtschaft. Doch es gibt eine Reihe von Konsequenzen, die vorhersehbar sind. Erfahrungen aus der Finanzkrise 2008/09 deuten auf ein mittelfristig verhaltenes Investitionsverhalten hin, während eine Umkehr der Globalisierung und eine steigende Inflation eher unwahrscheinlich sind.

Schaut man über den aktuellen Schock hinweg, bekommt Europa weniger ein realwirtschaftliches als ein Schuldenproblem. Anders als nach der Finanzkrise werden die staatlichen Schuldenquoten vieler Euro-Länder derart hoch ausfallen, dass ein "Weiter so" und das Festhalten an Prinzipien keine Option mehr ist. Diese Folgekrise und einen möglichen Euro-Zerfall zu verhindern, wird Aufgabe der EZB sein, aber auch Europas. Dies wird eine langfristige Veränderung der Beziehungen der Euro-Länder zueinander mit sich bringen und die Rolle der EZB ist neu zu definieren. Hierdurch kann sich allerdings auch eine Chance für die Euro-Zone ergeben, entscheidende gemeinsame Schritte zu gehen.

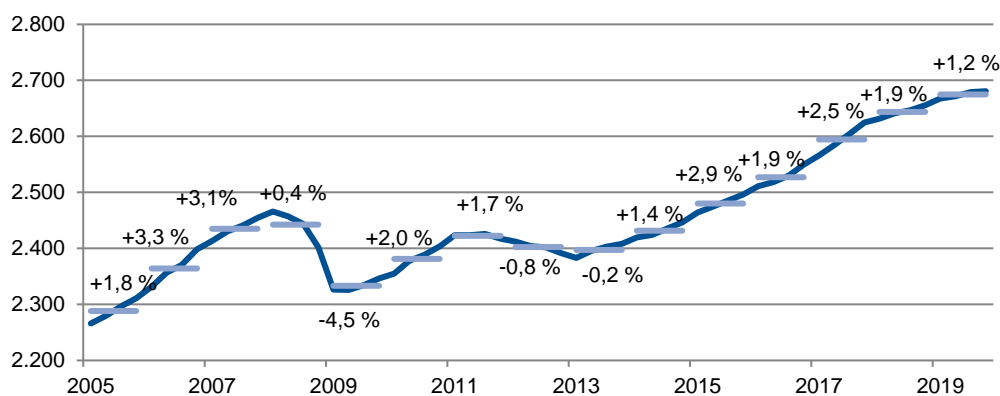
### Coronakrise – die Folgen

Die Weltwirtschaft befindet sich in einer Schockstarre. In Industrie- und Schwellenländern ist das soziale, aber auch wirtschaftliche Leben zunehmend lahmgelegt. Dies wird die Weltwirtschaft in der ersten Jahreshälfte 2020 unweigerlich in eine tiefe Rezession stürzen. Auch das deutsche bzw. europäische BIP wird deutlich geringer ausfallen. Weniger klar scheint zu sein, wie tief der Einbruch sein wird, und insbesondere wie es weiter geht. Wird es einen spürbaren wirtschaftlichen Aufwind in der zweiten Jahreshälfte geben, oder verläuft der Wachstumspfad selbst mittelfristig auf einem niedrigen Niveau? Dennoch sind trotz der vielen Unsicherheiten einige entscheidende Entwicklungen mit relativer Sicherheit vorherzusagen.

### Coronakrise – nachhaltige Schäden sind nicht primär in der Realwirtschaft zu erwarten

Krisen – selbst wenn sie durch einen Schock und nicht durch strukturelle Ungleichgewichte verursacht werden – haben eine langfristige Wirkung, da sie wirtschaftliche Rahmenbedingungen, aber auch das Verhalten von Wirtschaftsakteuren beeinflussen. Infolge der großen Depression war dies die keynesianische Ausrichtung der Wirtschaftspolitik, nach der Finanz- und Euro-Krise erfolgte eine Umkehr der Deregulierung. Eine sich ändernde Rolle der Notenbank oder sich nachhaltig verändernde Erwartungen von Unternehmen sind weitere Beispiele.

**Abb. 1: Reales BIP der Euro-Zone in Mrd. €**



Quelle: Eurostat (vierteljährliche BIP-Angaben; Zahlen sind jährliche BIP-Wachstumsraten)

So bedeutet eine relativ schnelle Konjunkturerholung noch lange nicht, dass die Krise abgearbeitet ist. Auch die realwirtschaftlichen Implikationen der Finanzkrise waren relativ schnell aufgearbeitet, denn alle Länder näherten sich ihrem Vorkrisen-BIP relativ schnell an – was nicht zuletzt auf das energische Handeln der Fiskal- und Geldpolitik zurückzuführen war. Anders als bei der großen Depression hatte die Krise deshalb keine nachhaltigen Konsequenzen für die Realwirtschaft. Auch aktuell kann infolge der fiskalischen sowie geldpolitischen Maßnahmen von einer Normalisierung der Konjunktur ausgegangen werden – auch wenn dies in Abhängigkeit von der Krisendauer vielleicht erst 2021 der Fall sein wird.

Das aktuell entschlossene Handeln der Wirtschaftspolitik verhindert eine anhaltende Depression mit entsprechenden Konsequenzen wie einer hohen Anzahl von Unternehmensinsolvenzen, struktureller Arbeitslosigkeit und Vertrauensverlust. Auch aktuell hilft die keynesianische Ausrichtung der Wirtschaftspolitik, die realwirtschaftlichen Auswirkungen der Krise einzudämmen. Und das Ausmaß der angekündigten Maßnahmen lässt eine Aussage über eine absehbare Normalität in der Realwirtschaft zu. Andere Konsequenzen aus der Krise werden allerdings eine deutlich längere **Halbwertszeit** haben. So zeigen sich die Folgen der Finanzkrise bis heute in den Schuldenquoten und der Geldpolitik; Rettungsmechanismen wie der ESM gehören seitdem fest zum Werkzeugkasten der Wirtschaftspolitik. Ein weiteres Erbe der Finanzkrise ist eine kritischere Einschätzung des Marktverhaltens. Seit der Euro-Krise werden sich ausweitende Risikoprämien von Staatsanleihen oftmals als Überreaktion von Spekulanten angesehen. Der Markt als disziplinierende Institution hat seinen Einfluss größtenteils verloren. Diese Entwicklung sollte aufgrund des hohen Interventionsgrades der Notenbank auch nach dieser Krise anhalten – zumindest was die Zinsmärkte angeht.

### Schuldenquoten können nur noch im Euro-Kontext gelöst werden

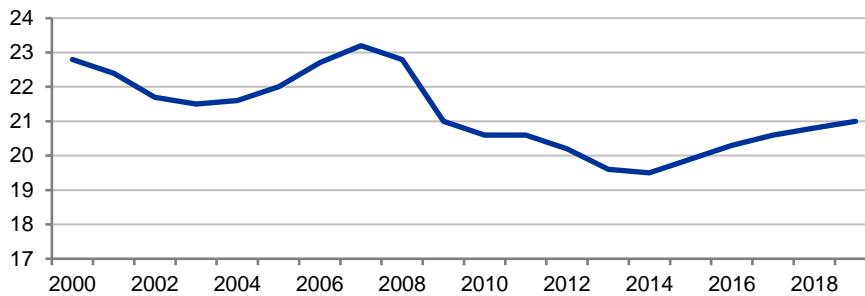
Unabhängig von Dauer und weiterem Verlauf der aktuellen Krise, steht eines angesichts der Heftigkeit des Einbruchs und der notwendigen fiskalischen Reaktion außer Frage: Private und vor allem staatliche Schuldenquoten werden deutlich ansteigen, Bilanzen von Notenbanken werden weiter aufgeblasen, und die Zinsen werden noch länger im negativen bzw. auf niedrigem Niveau verharren. Grundsätzlich ist bei dieser Gemengelage von einer noch bedeutenderen Rolle und einem stärkeren Einfluss der Notenbanken auf die Wirtschaft auszugehen. Hier sei betont, dass Notenbanken gerade für Krisenzeiten geschaffen wurden. Somit dürfte die EZB aktuell ihren primären Aufgaben mehr nachkommen als in stabilen Zeiten. Mögliche Kritik am zunehmenden Einfluss des Staates – auch infolge möglicher Verstaatlichungen – ist wenig angebracht. Eine anhaltend hohe Anzahl von Unternehmensinsolvenzen würde die Bedeutung des Staates in der Wirtschaft noch mehr stärken und die Politik nötigen, die Wirtschaft zunehmend und vollständig zu lenken – im extremen Fall könnte dies sogar das gesamte Wirtschaftssystem in Frage stellen.

Hohe Schuldenquoten führen zu anhaltender Krisenpolitik von Notenbanken und Regierungen. Viele Euro-Länder werden durch die Krise ein Niveau ihrer Schuldenquoten erreichen, von dem eine Umkehr kaum noch denkbar ist. Hierzu gehört insbesondere Italien, dessen Schuldenquote auf über 150 % der Wirtschaftsleistung ansteigen dürfte. Doch auch Spanien, Frankreich und Portugal werden kritische Höhen erreichen. Da sich die Schuldenquoten vieler Länder infolge der Coronakrise auf deutlich über 100 % des BIP ausweiten werden, ist die Schuldentragfähigkeit und auch die Handlungsfähigkeit der betroffenen Staaten zunehmend fraglich, die Schulden zu reduzieren. Ob Euro-Lösungen wie Corona-Anleihen oder ein erweitertes ESM-Mandat die Schuldentragfähigkeit sichern sollen, oder ob das allein der EZB überlassen wird, bleibt abzuwarten. Zweifel an der Rolle der EZB als größter Gläubiger der Euro-Staaten gibt es hingegen keine. Somit wird die Coronakrise die Euro-Staaten unweigerlich zu einer ganzheitlichen Lösung und Verantwortung gegenüber ihren Staatschulden nötigen, eine Entwicklung, die bereits mit der Finanzkrise eingeleitet wurde. Die Coronakrise wird dogmatische Politikansätze wie die „no-bailout“-Klausel weiter ins Abseits drängen. Im Idealfall werden eine höhere Solidarität der Euro-Länder untereinander und damit ein höheres Maß an Integration Folgen der Krise sein.

### Investitionsdynamik in der Euro-Zone auch mittelfristig unter Druck

Eine deutlich steigende private Schuldenquote und eine zurückhaltende Kreditnachfrage werden die Investitionsdynamik auf Jahre verändern. So sollte das Wachstum in der Euro-Zone auch weiterhin eher von Konsum und Exporten getrieben werden als durch Investitionen. Bereits seit der Finanzkrise hat sich die Investitionsquote der Euro-Zone deutlich reduziert und zeigt bei Weitem nicht die Dynamik der Vorkrisenjahre. Unternehmer sind eher vorsichtig, fahren auf Sicht und investieren nur, wenn sie müssen – und nicht, nur weil sich mögliche Opportunitäten ergeben. Risikoaversion ist weiterhin die Devise. Klassische Konjunkturzyklen sind deshalb nach wie vor nicht in Sicht.

Grund für dieses Verhalten sind grundlegende Zweifel an der Nachhaltigkeit des Wirtschaftswachstums. Diese ergeben sich nicht nur durch die Erfahrungen und Erinnerungen an inzwischen drei Krisen in zwölf Jahren. Es liegt auch an den Zweifeln am Erfolg der aktuellen Krisenpolitik – insbesondere jener der EZB. Wer bereits Sorgen hatte, dass die steigenden Schuldenquoten kontraproduktiv sind und das gesamte Finanzsystem zusammenbrechen lassen werden, dessen Sorgen werden durch die Coronakrise zunehmen. Dies stärkt die Rolle des Staates als Investor, was allerdings die Wachstumsdynamik mittelfristig negativ beeinflussen könnte.

**Abb. 2: Euro-Zone – Brutto-Anlageinvestitionen in % zum BIP**

Quelle: Eurostat (jährliche Angaben)

### Inflationsrisiken sind nur langfristig ein mögliches Thema

Da globale Produktionsketten um einiges fragiler sind als vielfach angenommen wurde, kann die Krise zu einer weniger global ausgerichteten Produktion führen. So könnte die global starke Vernetzung einzelner Produktionsketten nachlassen. Verschiedene Dynamiken sind möglich. Dazu gehören die verstärkte Produktion vor Ort oder eine Abnahme der globalen Spezialisierung. Die Finanzkrise hat zu keiner derartigen Folgeentwicklung geführt. Im Gegenteil, die Globalisierung der Unternehmen und Produktionsstandorte hat in der deutschen Industrie noch einmal zugenommen. Dies dürfte auch so bleiben, weil China in den kommenden Jahren maßgeblicher Treiber der Weltwirtschaft bleiben wird. Dieser Markt ist allerdings nur durch Produktion vor Ort nicht ausreichend zu bedienen. Zudem hat die Erfahrung von 2019 gezeigt, dass global agierende Unternehmen durchaus stabilere Kennziffern aufweisen als kleinere, die vor allem den lokalen deutschen Produktionsstandort bedienen. Globalisierung bringt also nicht automatisch eine höhere Volatilität der Geschäftsaktivitäten mit sich. Eine Umkehr der Globalisierung und Spezialisierung ist deshalb mittelfristig eher nicht zu erwarten und würde zudem unweigerlich inflationären Druck aufbauen.

Ein Aufkaufprogramm der Notenbank und eine sich damit ausweitende Notenbankbilanz werden nicht notwendigerweise zu einem zunehmenden Inflationsdruck führen. Mit dem Aufkaufprogramm erhöht die Notenbank die Liquiditätsbestände der Banken. Nur bei einer deutlichen Ausweitung der Kreditnachfrage in der Realwirtschaft oder einer Umschichtung von Anlagevermögen in eine höhere Güternachfrage würde Preisdruck entstehen. Inflationssorgen wären nur bei einem breit angelegten Einsatz von Helikoptergeld zu erwarten. Denn nur dann würde die Geldmenge in der Realwirtschaft ansteigen und Preisdruck verursachen – vor allem wenn die Krise, wie es aktuell der Fall ist, aufgrund unterbrochener Lieferketten und eines erzwungenen Shut-Down auf der Angebotsseite der Wirtschaft ausgelöst wurde. Finanziert die EZB zunehmend Konjunkturprogramme der europäischen Staaten, könnte dies ebenfalls inflationär wirken, weil der Staat in die Lage versetzt wird, eine höhere effektive Nachfrage sicherzustellen. Allerdings war in den letzten Jahren die Nachfrage eher nicht ausreichend.

### Implikationen für die Märkte – Besitz von realen Werten weiterhin überzeugend

**Goldpreis:** Die IKB hat in früheren Studien gezeigt, dass der US-\$-Goldpreis hauptsächlich von US-Inflation, US-Renditen sowie US-\$-Devisenkurs beeinflusst wird. Vor allem aufgrund der Entwicklung der US-Renditen ist mittelfristig von einem soliden Goldpreis auszugehen. Auch wenn der Goldpreis infolge der Krisenbewältigung und einer Risikoneubewertung unter Druck kommen sollte, der mittel- bis langfristige Ausblick bleibt positiv, da die Entwicklung der Staatschulden und die Notenbankpolitik Renditen noch auf absehbarer Zeit unter Druck halten werden.

**DAX:** Der realwirtschaftliche Schaden bleibt aktuell schwer einzuschätzen. Dennoch ist von einer relativ schnellen Erholung aufgrund der angekündigten Stützungsmaßnahmen auszugehen. Notenbanken bleiben hingegen auf absehbare Zeit im Krisenmodus. Konjunkturelle Stabilisierung und anhaltende EZB-Krisenpolitik unterstützen die Entwicklung des DAX.

**Immobilien:** In Deutschland ist der seit Jahren anhaltende Immobilienboom eine Konsequenz aus der Finanzkrise – damit hat eindeutig eine Vermögensverteilung der Geldpolitik zulasten unterer Einkommensschichten stattgefunden. Aktuell wird viel spekuliert, ob die Coronakrise für eine Gegenbewegung sorgt. Mittelfristig ist das Bild klarer: Der Immobilienmarkt erhält weiterhin Unterstützung durch die EZB-Geldpolitik.

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

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

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

	26. Mrz. 2020	in 3M	in 6M	Ende 2020
3M-Euribor	-0,37	-0,40	-0,42	-0,42
3M-USD-Libor	1,23	0,70	0,50	0,40
10-Jahre Bund	-0,36	-0,50	-0,40	-0,30
10-Jahre U.S. Treasury	0,79	0,60	0,70	0,85

**Tabelle 4: Ausgewählte Währungen**

	26. Mrz. 2020	in 3M	in 6M	Ende 2020
EUR/USD	1,10	1,10	1,12	1,15
EUR/GBP	0,91	0,95	0,96	0,95
EUR/JPY	121	115	114	112
EUR/CHF	1,06	1,05	1,04	1,06
EUR/HUF	353	350	348	345
EUR/CZK	27,2	28,0	28,2	27,8
EUR/TRY	7,03	7,15	7,20	7,24
EUR/PLN	4,54	4,57	4,60	4,50
EUR/RUB	85,1	85,0	82,0	80,0
EUR/MXN	25,8	25,0	24,5	23,0
EUR/ZAR	19,1	19,5	19,0	19,2
EUR/CNY	7,77	7,72	7,68	7,65
EUR/CAD	1,55	1,60	1,63	1,65
EUR/AUD	1,82	1,84	1,83	1,81

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

**Disclaimer:**

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

**Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.**

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

**Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG**

40474 Düsseldorf  
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0  
Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4492

März 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