

# 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)

### Deutsche Konjunktur: Stimmungseintrübung bei den Unternehmen trotz guter aktueller Lage **2**

ifo Geschäftsklima trübt sich im Juli ein • Trotz Lieferengpässe wird aktuelle Lage erneut besser beurteilt • Geschäftsperspektiven verschlechtern sich hingegen, obwohl Lockdown-Maßnahmen ihren Einfluss verlieren • IKB erwartet 2021 ein BIP-Wachstum von 3,5 % in Deutschland

### Kapitalmarkt: EZB bekräftigt symmetrisches Inflationsziel, was einen asymmetrischen Handlungsspielraum erfordert **4**

EZB verfehlt seit Jahren Inflationsziel • Symmetrisches Inflationsziel erfordert trotz steigender Inflation weiter außerordentliche EZB-Maßnahmen • Bekenntnis zur Symmetrie sollte für die EZB bedeuten, alles zu tun, was nötig ist • Auch über die konventionelle Geldpolitik hinaus

### Kurzarbeit und Insolvenzen: Der Staat hilft erfolgreich **6**

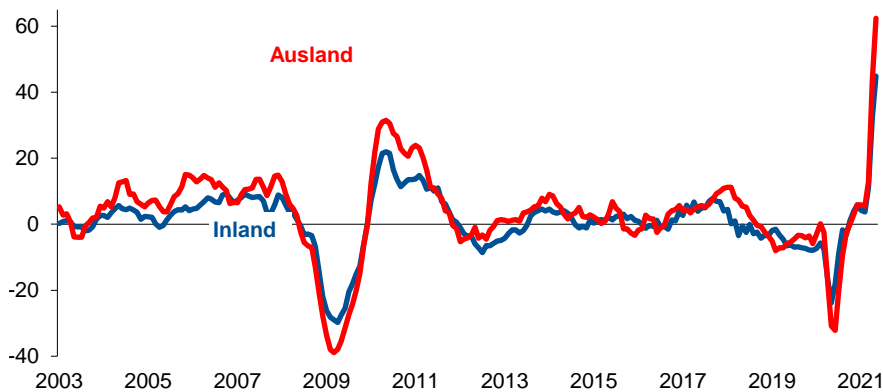
Kurzarbeitergeld sichert nicht nur Arbeitsplätze • Es verhindert ebenfalls Unternehmensinsolvenzen • Staatliche Subventionierung der Lohnkosten entlastet Unternehmen und erklärt auch die aktuelle gute Stimmung in der Wirtschaft

### Euro-Zone: Die Staatsschuldenquoten steigen – na und? **9**

EZB ist mittlerweile größter Gläubiger der Euro-Staaten • Infolgedessen haben sich relevante Schuldenquoten deutlich reduziert • Offizielle Schuldenquoten haben damit an Bedeutung verloren • EZB hat in der Corona-Krise entscheidenden Schritt zur Schuldentragfähigkeit der Euro-Staaten geleistet

## Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



**IKB-Prognose 2021**  
 Reale Veränderung in %,  
 saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

Deutschland	3,5
Euro-Zone	4,8
UK	5,6
USA	6,9
Japan	2,6
China	7,7

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

## Deutsche Konjunktur: Stimmungseintrübung bei den Unternehmen ...

Das ifo Geschäftsklima hat sich im Juli leicht eingetrübt, hält sich aber auf hohem Niveau. Es bleibt eine Achterbahnfahrt: Corona-Inzidenzzahlen steigen und fallen, Lockdown-Maßnahmen werden gelockert und wieder verschärft. Da erweist sich die nach wie vor gute Unternehmenseinschätzung der Geschäftslage als einer der wenigen stabilen Hoffnungsträger für den Konjunkturausblick. Der Grund hierfür mag nicht nur in der guten Auftragslage und der Möglichkeit von Preiserhöhungen zu finden sein, sondern liegt auch in der Kurzarbeiterregelung (s. *Beitrag S. 6*), die dem ifo Geschäftsklima grundsätzlich Auftrieb gibt und negative Konsequenzen durch die Produktionsprobleme dämpft. Deshalb wird auch die aktuelle Lage von den Unternehmen um einiges besser beurteilt, als es die anhaltende Diskussion über Lieferengpässe vermuten lässt. Der Ausblick der Unternehmen vor allem in der Industrie wird allerdings zunehmend von der unübersichtlichen Konjunktur- und Pandemielage überschattet.

### Gute aktuelle Stimmung in der Industrie trotz anhaltender Produktionsprobleme

Die Stimmung in der Wirtschaft bleibt – trotz aktueller leichter Eintrübung – außerordentlich gut. Dies haben auch die Einkaufsmanager-Indizes (PMI) im Juli zeigt. Ein Grund mögen die nach wie vor robuste Nachfrage bzw. die Lockerungsmaßnahmen vor allem im Dienstleistungsbereich sein. Für die Industrie bleibt die Einschätzung zur aktuellen Lage ebenfalls auf hohem Niveau, auch wenn der PMI für Juli erste leichte Rücksetzer verzeichnete, was sicherlich mehr an Zulieferengpässen als einer schwächeren Nachfrage lag.

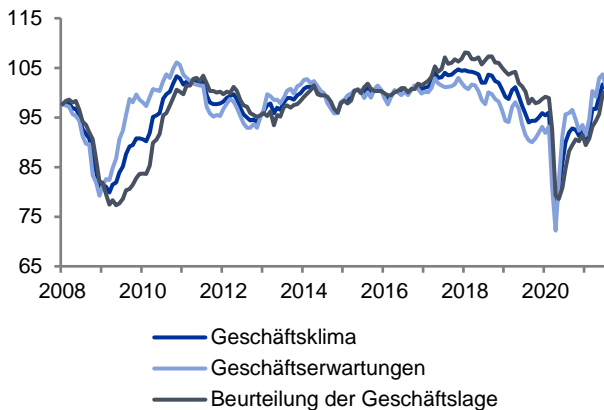
Verglichen mit den anhaltend bedrohlichen Nachrichten in den Medien zu Lieferengpässen und Produktionsproblemen fallen die Stimmungsindikatoren jedoch nach wie vor überraschend gut aus. Unternehmen scheinen davon auszugehen, dass sie ihre gut gefüllten Auftragsbücher später abarbeiten bzw. durch Preissteigerungen ihre Profitabilität stabil halten können. Dies gilt insbesondere für die Industrie. Dennoch ist eine zunehmende Verunsicherung über die Zukunft zu erkennen. Hier mögen sich zum Teil zunehmende Sorgen rund um den Einfluss der Delta-Corona-Variante widerspiegeln. Es kann aber auch eine Relativierung der vorangegangenen sehr positiven Erwartungen sein. Eine bedeutende Stimmungverschlechterung sollte auf Grundlage der aktuellen Datenlage – aber auch der Kurzarbeiterregelung – jedoch nicht erwartet werden.

### Kurzarbeitergeld – mit ein Grund für die positive Lageeinschätzung in der Industrie?

Nicht nur Preissteigerungen dämpfen die negativen Konsequenzen der Produktionsausfälle auf die Ertragslage. Die Kurzarbeiterregelung stützt durch Subventionierung der Lohnkosten ebenfalls die Gewinne der

... trotz guter aktueller Lage

ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



Quelle: FERl (ifo)



Unternehmen (s. *Beitrag S. 6*). Dies erklärt auch die auf den ersten Blick doch eher verwunderliche Entwicklung, dass sich aktuell die Stimmung auf einem hohen Niveau hält, obwohl die Produktion gedrosselt wird. Dies gilt für die gesamte Industrie und speziell für die Automobilindustrie. So hat sich der ifo Index für die Automobilindustrie im Gegensatz zum Geschäftsklima der Gesamtwirtschaft deutlich verbessert. Hier hat sich der Stimmungswert um fast 3 Zähler erhöht. Trotz anhaltender Produktionsprobleme sind die Automobilunternehmen in bester Stimmung.

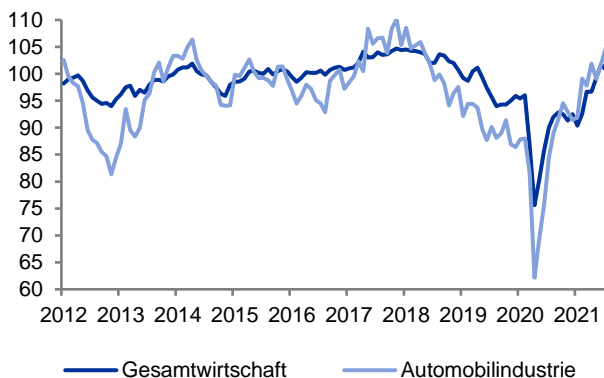
**Einschätzung: ifo Geschäftsklima bestätigt Konjunkturaufhellung für das zweite Halbjahr 2021**

Der ifo Index ist im zweiten Quartal deutlich gestiegen. Auf Grundlage von empirischen Analysen signalisiert dies im dritten Quartal 2021 eine Wachstumsbeschleunigung. Denn der ifo Index ist mit einem Quartal Vorlauf ein guter Indikator für das vierteljährliche BIP-Wachstum. So bestätigt das ifo Geschäftsklima der letzten Monate die allgemeine Erwartung, dass sich die Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte deutlich beleben dürfte.

Diese Einschätzung sollte trotz steigender Inzidenzquoten Bestand haben. So haben die Lockdown-Maßnahmen zunehmend weniger Einfluss auf die Wirtschaft, nicht zuletzt, weil ein synchroner globaler Lockdown wie im zweiten Quartal 2020 nicht mehr zu erwarten ist. Und auch die ifo-Werte für Juli bestätigen dieses Bild, denn das Niveau des Index bleibt relativ hoch.

Überraschend ist dennoch, dass sich die Einschätzung der aktuellen Lage weiter verbessert hat und sich die Geschäftsperspektiven eingetrübt haben. Auf Grundlage der aktuellen Angebotsprobleme hätte man es umgekehrt erwarten können. Doch hier zeigt sich, dass die aktuelle Lage, unterstützt von Preisanpassungen und Kostenreduzierung, um einiges weniger kritisch gesehen wird als die Zukunft; zunehmende Unsicherheit der Industrieunternehmen belasten den Geschäftsausblick. Die IKB erwartet ein BIP-Wachstum von rund 3,5 % im Jahr 2021.

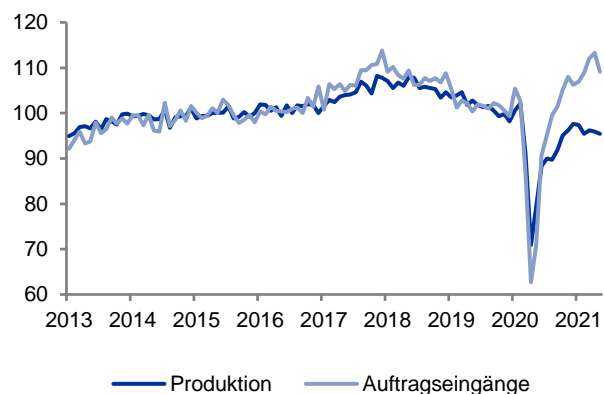
ifo Geschäftsklima = 100



Quelle: ifo; (Automobilindustrie WZ 29)



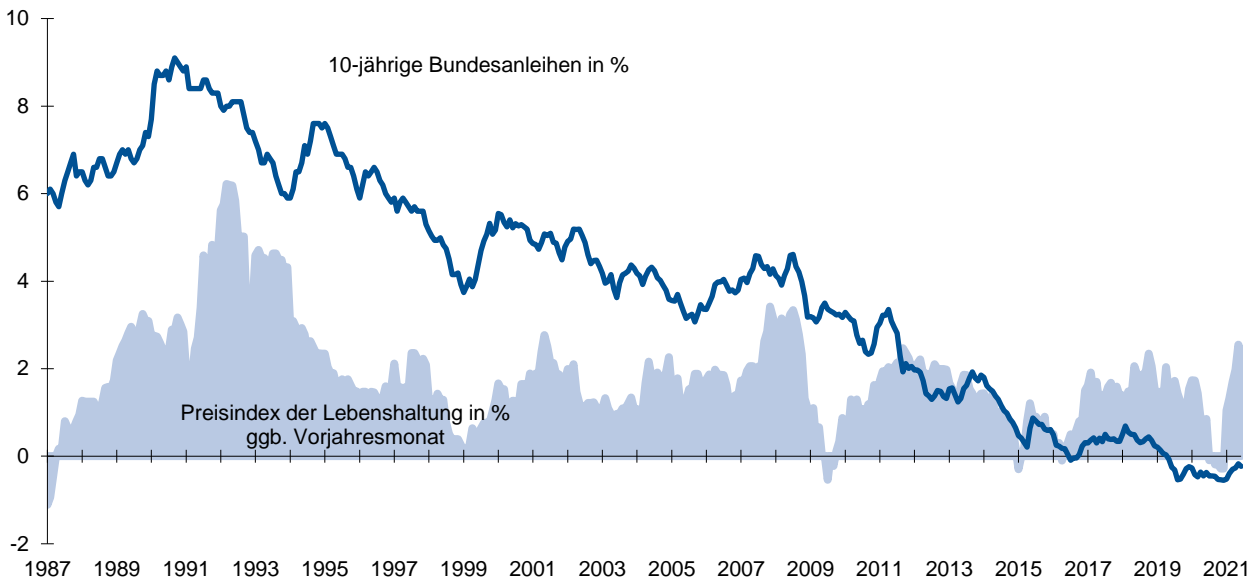
Industrieproduktion und Auftragseingänge, 2015 = 100



Quelle: FERl (Statistisches Bundesamt)



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



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



**Kapitalmärkte: EZB bekräftigt symmetrisches Inflationsziel, ...**

**Euro-Zone: Inflationsrate und -ziel in %**



Quelle: FER1 (Eurostat)



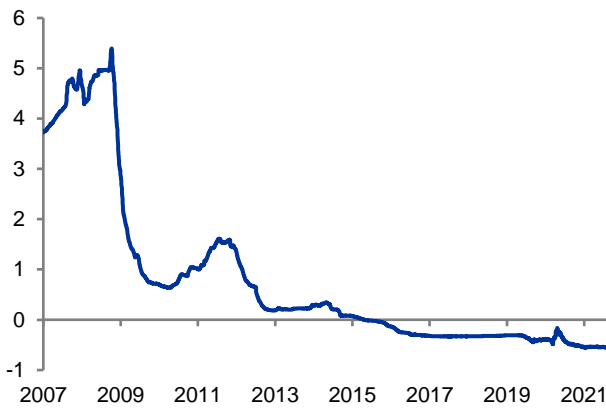
Die EZB hat in den letzten Wochen und insbesondere seit der Ergebnisbekanntgabe ihrer strategischen Überprüfung klare stimulierende Signale an die Märkte gesendet: Höhere Inflation ist kurzfristig kein Problem. Und da die Teuerung während der letzten 10 Jahre unter dem symmetrischen Richtwert von 2 % lag, kann es kurzfristig und trotz erhöhter Inflation durchaus länger dauern, bis sie reagieren wird. Nicht überraschend sind 10-jährige Bundrenditen wieder unter die Marke von -0,4 % gefallen. Doch halt: Ein Inflationsanstieg schwächt doch eher den Zinsmarkt – oder nicht? Kurzfristig sicherlich nicht: Die EZB hat – auch durch die Neu-Definition bzw. Klarstellung des Ziels – viel Zeit gewonnen, die Zinsen

selbst bei steigender Inflation im Jahr 2022 unverändert zu lassen. Langläufige Renditen werden aber nicht nur von Kurzfristzinsen und damit der EZB-Zinspolitik bestimmt, sondern auch von Inflationserwartungen. Und diese könnten ansteigen – was womöglich sogar als Erfolg der EZB zu sehen wäre. Solange die EZB jedoch mit Hilfe des PEPP(Pandemic Emergency Purchase)-Programms das lange Ende der Zinskurve nach unten drückt, bleiben gegenläufige Effekte eher überschaubar. Im Gegenteil: Mit der Sorge eines weiteren realwirtschaftlichen Rückschlags aufgrund der Delta-Variante des Coronavirus und viel Rückenwind durch das PEPP-Aufkaufprogramm haben die Bullen auf den Renditenmärkten aktuell klar die Oberhand, und die EZB das Beste von beiden Welten: Die Inflation steigt, und Prognosen für das Jahr 2022 werden nach oben angepasst. Gleichzeitig fallen Bundrenditen und wirken noch expansiver.

Die EZB betont in ihrer strategischen Überprüfung die Notwendigkeit von Symmetrie und verspricht damit, auf Über- sowie Untertreibungen der Inflationsrate gleich stark bzw. symmetrisch zu reagieren. Dies wäre für ein erfolgreiches Inflationsziel allerdings selbstverständlich. Reagiert die EZB nicht angemessen, ist die Inflationsrate keine stabile bzw. stationäre Zeitreihe und das Inflationsziel kein stabiler Anker für Inflationserwartungen. Genau dies ist aber seit dem Jahr 2010 geschehen und stärkt die Einschätzung, die EZB habe zu lange zu wenig getan. Denn für eine Notenbank, die bei sinkender Inflation nicht bereit ist, sich von konventioneller Geldpolitik entschieden zu verabschieden, ist Symmetrie und damit ein glaubwürdiges Inflationsziel ein schweres Unterfangen. Dies liegt daran, dass der Einfluss und der Handlungsspielraum der Zinspolitik klar asymmetrisch sind: Die Notenbank kann immer die Zinsen anheben, um Inflation zu bremsen.

... was einen asymmetrischen Handlungsspielraum erfordert

3M-Euribor in %



Quelle: Bloomberg



Sie kann aber nicht die Zinsen weit genug senken, um niedrige Inflation ausreichend zu bekämpfen. Argumente, die gesamte Geldpolitik stoße bei einem Zinsniveau von 0 % an ihre Grenzen, sind jedoch nicht richtig. Die Zinspolitik mag an ihre Grenzen stoßen; die Geldpolitik jedoch nur an ihre selbst auferlegten Grenzen.

Ein Bekenntnis zu Symmetrie sollte bedeuten, dass die EZB macht, was immer nötig ist – und nicht, was ihr Verträge und Prinzipien erlauben. Schließlich sollte sie mit einem expliziten Inflationsziel volle operationelle Unabhängigkeit genießen. Also: Eine symmetrische Reaktion auf Abweichungen vom Inflationsziel bedeutet notgedrungen, dass die EZB ihren Handlungsspielraum über konventionelle Geldpolitik hinaus erweitert und nicht nur negative Zinsen und Anleihekäufe in Betracht zieht, sondern – wenn nötig – zum Beispiel auch eine direkte Finanzierung der Fiskalpolitik oder Schwächung des Euro-Devisenkurses. Ist dieser Handlungsspielraum oder die Bereitschaft nicht vorhanden, kann sich eine asymmetrische Inflationsentwicklung und damit nachhaltige Abweichungen vom Inflationsziel ergeben. Die letzten 10 Jahre waren hierfür ein Beispiel.

Die Inflation in Deutschland sowie der Euro-Zone steigt weiter. Dies ist die Folge von Rohstoffpreisentwicklungen, aber auch einer relativ robusten Nachfrage. Noch mehr Stimulierung mag deshalb unangebracht sein, auch weil die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale zunimmt. Denn überhitzt die Wirtschaft bzw. die Nachfrage sich weiter zu stark aus, erhöht sich das Risiko für bedeutende Lohnanpassungen, da diese relativ einfach durchgesetzt werden können. Wieviel Nachfragedruck in der Euro-Zone 2022 und 2023 entstehen wird, bleibt allerdings abzuwarten. Aktuell sieht die EZB hierfür kein Risiko, auch wenn sich für Europa die Gefahren aufgrund der Pandemie im Vergleich zu 2020 deutlich gelegt haben. Noch besteht die Sorge, dass eine zu frühe Reaktion der Geldpolitik die europäische Wirtschaft empfindlich treffen könnte und so jegliches Erreichen des Inflationsziels zunichtemacht. Das Motto ist also, lieber kurzfristig etwas höhere Inflation zu tolerieren, als weiterhin eine deutliche Unterschreitung zu akzeptieren. Wie lange kurzfristig allerdings sein wird, wird sich noch zeigen müssen.

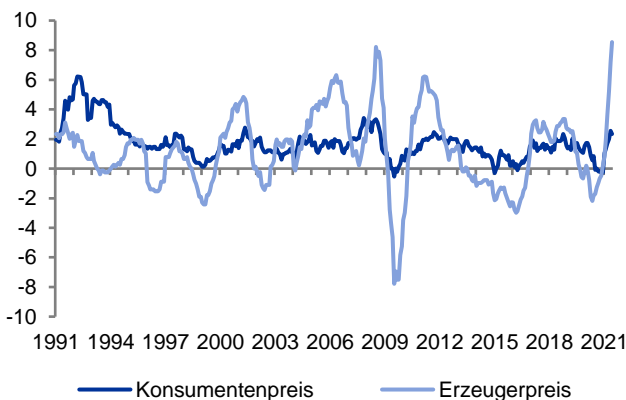
Euro-USD-Devisenkurs, 1 Euro = ... US-Dollar



Quelle: Bloomberg



Deutschland: VPI und Erzeugerpreis, Veränderung in % zum Vorjahr



Quelle: FERl (Statistisches Bundesamt)



## Kurzarbeit und Insolvenzen: Der Staat hilft erfolgreich

**Fazit:** Das Kurzarbeitergeld ist nicht nur ein wirkungsvolles Instrument zur Beschäftigungssicherung. Es ist auch ein entscheidendes Instrument, um eine starke Zunahme der Unternehmensinsolvenzen in Krisenzeiten zu verhindern. Denn dank der staatlichen Subventionierung der Lohnkosten entlastet die Fiskalpolitik den Druck auf die Unternehmensgewinne und verhindert somit einen Kapazitätsabbau. Dies erklärt zumindest teilweise auch die anhaltende Stimmungsverbesserung in der Automobilindustrie trotz des gleichzeitigen, deutlichen Produktionsrückgangs.

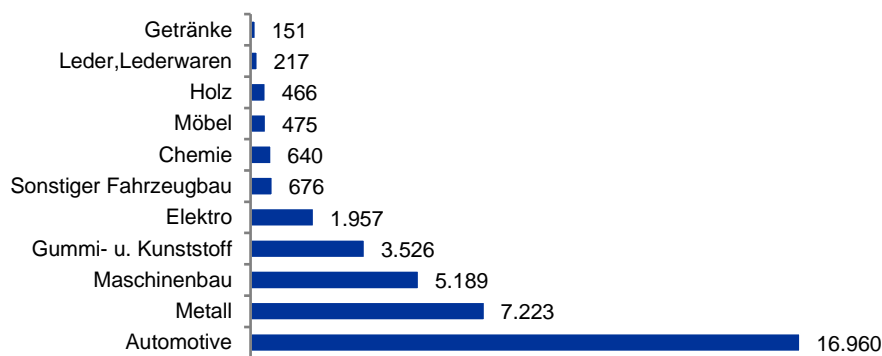
Die IKB erwartet in Deutschland einen Anstieg der Insolvenzquote für Unternehmen von knapp 0,5 % im Jahr 2020 auf rund 0,7 % im Jahr 2022. Eine eskalierende Insolvenzwelle sollte also ausbleiben.

### Kurzarbeiterregelung vermindert Margendruck und schont Kapazitäten

Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe ist weiter rückläufig. Der Grund ist bekannt und vor allem in der Automobilindustrie zu finden: Diese musste seit Dezember 2020 bis Mai 2021 ihre Produktion um fast 23 % drosseln, während das Verarbeitende Gewerbe insgesamt nur einen Rückgang von rd. 2 % verzeichnete. Hierbei spielen die geringe Halbleiterproduktion und grundsätzliche Lieferengpässe eine große Rolle. Trotz dieser Probleme und Produktionsverluste ist die Stimmung der Unternehmen allgemein und insbesondere in der Industrie weiterhin positiv; und sie hellt sich fast stetig auf. Ein Grund mag sicherlich sein, dass die Auftragslage nach wie vor gut ausfällt; und die Unternehmen gehen davon aus, dass sie ihre gut gefüllten Auftragsbücher später abarbeiten können. Doch dies mag nicht der einzige Grund sein, warum die Stimmung besser ist, als es das Produktionsniveau signalisiert.

Denn die Nutzung der Kurzarbeit entlastet die Unternehmen auch auf der Kostenseite. Ohne die Subventionierung durch den Staat und bzw. oder Personalentlassungen wäre in der Corona-Pandemie ansonsten mit deutlich steigenden Lohnstückkosten und damit einem Einbruch der Profitabilität zu rechnen. Große Entlassungswellen sind allerdings unerwünscht, weil die Nachfrage robust und der Ausblick für eine baldige deutliche Produktionssteigerung offensichtlich ist. Deshalb ist **eine Überbrückung sinnvoller – nicht zuletzt aus sozialen und volkswirtschaftlichen Gründen – als eine Anpassung der Belegschaftsgröße. Und dies gelingt dank des Staates durch die Teil-Auslagerung der Lohnkosten.**

Abb. 1: Anzeigen Kurzarbeit (Anzahl Personen), Mai 2021



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Sind die Lieferengpässe das Ergebnis der Corona-Krise, oder sind sie eher auf unternehmerische Fehlentscheidungen zurückzuführen? Es ist sicherlich eine Kombination von beiden. Zum einen hat sich die Nachfrage deutlich stärker und zügiger erholt, als erwartet. Die Auftragseingänge der Industrie zeigen eine klare V-Erholung und sind spürbar schneller angezogen als in der Finanzkrise. Sorgen über den Verlauf der Pandemie in Kombination mit den Erfahrungen aus der Finanzkrise haben jedoch auf der anderen Seite zu Vorsicht bei Bestellungen bzw. beim Lageraufbau gesorgt. Zurückhaltung bei Lieferverträgen, die dynamische Nachfrage und fehlende Kapazitäten in der Halbleiterproduktion haben zusammen maßgeblich zum aktuellen Produktionsrückgang beigetragen. Darauf reagieren können Unternehmen nur begrenzt. Höhere Halbleiterpreise helfen in einem Umfeld von fehlenden Kapazitäten nur wenig – zumindest kurzfristig. **Preis-**



## **anhebungen bei Endprodukten können den Margendruck jedoch reduzieren. Gleiches gilt für die Verschiebung der Lohnkosten zum Staat.**

Die Kurzarbeiterregelung stellt sicher, dass die Produktionskapazitäten vor allem in der Automobilindustrie bestehen bleiben, ohne die Gewinnmarge zu sehr zu belasten. So ist die Inanspruchnahme des Kurzarbeitergeldes aus fiskalischer Sicht richtig, da sie nicht nur den Arbeitsmarkt stabilisiert, sondern wichtige Kapazitäten im Verarbeitenden Gewerbe sichert. Auch reduziert sie das Insolvenzrisiko der Unternehmen; eine Einschätzung, die für die gesamte Wirtschaft gilt.

### **Kurzarbeiterregelung dämpft durch effektive Kostenreduktion einen möglichen Kapazitätsabbau und damit das Insolvenzrisiko**

Die Zahl der Insolvenzen wird aktuell nicht nur vom BIP-Wachstum und den Zinsen beeinflusst, sondern maßgeblich auch von der effektiven Nutzung der Kurzarbeit. Eine Verlangsamung des BIP-Wachstums sowie steigende Zinsen führen zu einer Zunahme der Ausfallquoten bei Unternehmen. Der negative Konjunkturfaktor wird jedoch durch die Kurzarbeit gedämpft. Sicherlich hat sich die Wirtschaft relativ schnell erholt, und auch die rechtlichen Rahmenbedingungen wie die Aussetzung der Insolvenzantragspflicht wurden angepasst, um Unternehmensausfälle zu vermeiden. Die Kurzarbeiterregel hat aber – wie schon in den Krisen zuvor – ebenfalls einen entscheidenden Beitrag geleistet: Steigt die Anzahl der Kurzarbeiter und damit die staatliche Unterstützung für Lohnkosten, sinkt die Ausfallwahrscheinlichkeit der Unternehmen. Die Regel erlaubt eine relativ schnelle Entlastung und verhindert gerade in einer Krise, in der die Nachfrage wegbricht, eskalierende Lohnstückkosten, die die Profitabilität belasten und einen Kapazitäts- und Stellenabbau forcieren, was wiederum eine schnelle BIP-Erholung bremst. **Der Erfolg der Kurzarbeiterregelung zeigt sich deshalb in einer geringeren Arbeitslosenquote und vor allem in niedrigeren Ausfallraten von Unternehmen.**

Gemäß empirischen Schätzungen reduziert ein Anstieg der Anzahl der Kurzarbeiter um 1 Million die Insolvenzquote für Unternehmen um über 0,1 Prozentpunkte. **Die Ausweitung der Kurzarbeit von quasi null im Jahr 2019 auf durchschnittlich fast 3 Mio. Beschäftigte im Jahr 2020 hat also eine Erhöhung der Ausfallrate von Unternehmen um 0,3 bis 0,4 Prozentpunkte verhindert.** Ist das viel oder wenig? Der jährliche Durchschnitt der Ausfallraten lag zwischen 2001 und 2020 bei 0,9 % pro Jahr. Im Jahr 2019 lag die Ausfallrate bei 0,6 %. Ein Anstieg von 0,3 bis 0,4 Prozentpunkte entspricht also fast einer Verdopplung der Ausfallrate. Auch bezogen auf den langjährigen Durchschnitt ist es eine bedeutende Größe. Kein Zweifel: Die Kurzarbeiterregelung reduziert grundsätzlich und insbesondere in Krisen wie 2009 und 2020 den Anstieg der Unternehmensausfälle deutlich. Dies gilt vor allem in der Corona-Pandemie, als die Anzahl der Kurzarbeiter im Durchschnitt von 2020 mit rund 3 Millionen etwa dreimal so hoch war wie in der Finanzkrise im Jahr 2009. **Die Einschätzung, dass ein Tsunami von Insolvenzen, vor allem im Verarbeitenden Gewerbe unwahrscheinlich ist, kann deshalb bestätigt werden, denn:**

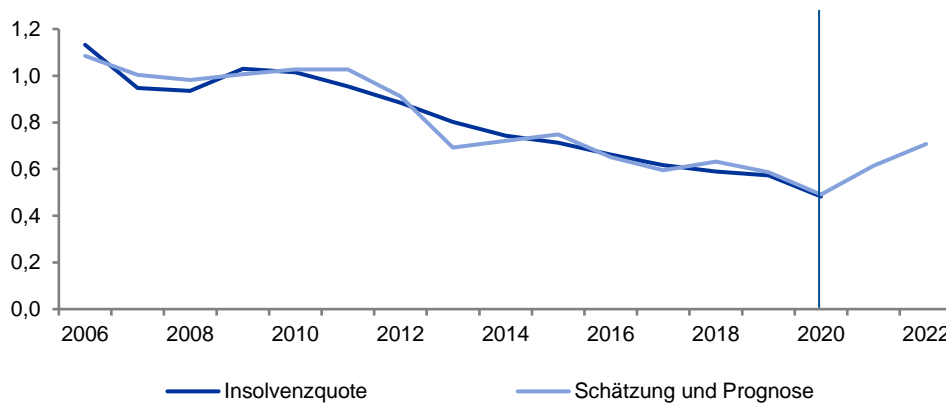
- Die Konjunktur erholte sich relativ schnell.
- Effektive staatliche Unterstützung in Form von Liquiditätszusicherung hat für deutliche Entspannung gesorgt.
- Rechtliche Rahmenbedingungen haben durch Corona forcierte Ausfälle abgemildert.
- Die Kurzarbeiterregelung hat die Lohnkosten subventioniert und damit die Unternehmen entlastet.

Sinkende Zinsen sorgen ebenfalls für weniger Unternehmensausfälle. Allerdings wäre eine Zinssenkung um 1 Prozentpunkt erforderlich, um die Ausfallrate um 0,1 Prozentpunkte zu verringern. Angesichts der niedrigen Zinsen in den letzten Jahren ist der positive Einfluss weiterer Zinssenkungen eher überschaubar, auch wenn Bundrenditen negativ notieren. Doch wie bei den Zinsen, so mag das Argument auch für die Kurzarbeit gelten: Die Regelung verhindert Anpassungen und hält durch die Subventionierung Unternehmen am Leben, die sich eigentlich grundsätzlich neu ausrichten sollten, dies aber aufgrund der Fiskal- oder Geldpolitik nicht müssen. Dieses Argument gilt insbesondere dann, wenn Kurzarbeit nicht nur in Krisenzeiten genutzt wird, sondern darüber hinaus. **Da jedoch die aktuellen Lieferengpässe kaum etwas mit strukturellen Anpassungen zu tun haben, ist entsprechende Kritik aktuell wenig angebracht, insbesondere weil geringere Produktionskapazitäten die Konjunkturerholung 2022 belasten würden.**

Die Ausfallquote ist von 0,4 % im vierten Quartal 2020 bereits auf schätzungsweise 0,5 % im ersten Quartal 2021 angestiegen. Auf Grundlage des IKB-Modells sowie aktuellen Annahmen ist von einem **Anstieg der durchschnittlichen Ausfallquote von 0,5 % im Jahr 2020 auf 0,6 % im Jahr 2021 und rund 0,7 % im Jahr 2022 auszugehen.**

**Einschätzung:** Anders als die Zinshöhe ist die Kurzarbeiterregelung auch weiterhin ein effektives Instrument der konjunkturellen Stütze. Durch sie ist die deutsche Fiskalpolitik erfolgreich darin, einen positiven Einfluss auf die Realwirtschaft auszuüben – und dies nicht nur hinsichtlich Einkommen und Arbeitsplatzsicherung, sondern auch, um die Ausfallraten von Unternehmen möglichst gering zu halten. Zinsen hingegen sind nur effektiv, wenn sie der Fiskalpolitik den Raum für Stützungsmaßnahmen sichern. Dank der EZB kommt die deutsche Fiskalpolitik nicht an ihre Grenzen, selbst wenn die Schuldenquote des Staates sich weiter deutlich ausweiten würde. **Empirisch lässt sich die Ausfalldynamik der deutschen Unternehmen mit einem Modell relativ gut abbilden, das die Ausfallquoten das Zusammenspiel von Wachstum, Zinshöhe und Fiskalpolitik/Kurzarbeiterregelung erklärt.**

**Abb. 2: Insolvenzquote von Unternehmen in %, alle Wirtschaftsbereiche**



Quellen: FERI (Statistisches Bundesamt); IKB-Schätzung und -Prognose

### Kurzarbeiterregelung ist Stimmungsaufheller

Kurzarbeitergeld stützt durch Subventionierung der Lohnkosten die Gewinne der Unternehmen und reduziert damit das systematische Ausfallrisiko. Von daher fällt die Stimmung der Unternehmen trotz Produktionseinbußen nach wie vor gut aus. Empirisch lässt sich dies auch daran erkennen, dass eine Veränderung der Kurzarbeitsanträge einer Veränderung des ifo Geschäftsklimas und damit der Stimmungslage der Unternehmen zeitlich voraus geht. Steigt die beantragte Kurzarbeiterzahl, so hat dies in den Folgemonaten einen positiven Einfluss auf den ifo Index und damit auf die Stimmung der Unternehmen. Es ist also nicht die Stimmungseintrübung, die notgedrungen zu mehr Kurzarbeit führt. Es ist viel mehr die Möglichkeit und Nutzung der Kurzarbeiterregelung, die zu einer Stimmungsaufhellung bei den Unternehmen führt. Ohne Frage geht bei einer konjunkturellen Eintrübung eine anfängliche Zunahme der Kurzarbeit mit einem Rückgang des ifo Geschäftsklimas und damit einer Stimmungseintrübung einher. **Im weiteren Verlauf verbessert sich jedoch infolge der Entlastung durch die Kurzarbeiterregelung selbst bei gleicher Konjunkturlage die Stimmung. Dies erklärt auch die auf den ersten Blick doch eher verwunderliche Entwicklung, dass sich aktuell die Stimmung in der Automobilindustrie weiter verbessert, obwohl die Produktion sinkt.**



## Euro-Zone: Die Staatsschuldenquoten steigen – na und?

**Fazit:** Offizielle Schuldenquoten und Zinsbelastungen der Staaten haben seit der Euro-Krise und insbesondere seit der Corona-Pandemie einen reduzierten Informationsgehalt. Dafür verantwortlich ist die EZB, die durch ihre Bilanzausweitung zum größten Gläubiger der Euro-Staaten geworden ist. Infolgedessen liegt die für die Schuldentragfähigkeit relevante Schuldenquote der Euro-Staaten eher bei ca. 70 % und nicht bei 100 % des BIP. Befürchtungen von Tilgungsproblemen bzw. einer Bilanzreduzierung der EZB sind nicht angebracht, da die EZB nur in einem Umfeld von robustem Wachstum bzw. konjunktureller Überhitzung entsprechend agieren würde.

Deshalb ist die Schuldenthematik im Euro-Raum um Einiges weniger kritisch zu sehen, als es offizielle Schuldenquoten und Zinszahlungen auf den ersten Blick signalisieren. Im Gegenteil: Die EZB hat – anders als in der Finanzkrise – den entscheidenden Schritt zur Schuldentragfähigkeit einzelner Euro-Staaten und damit auch zu einer handlungsfähigen Fiskalpolitik geleistet.

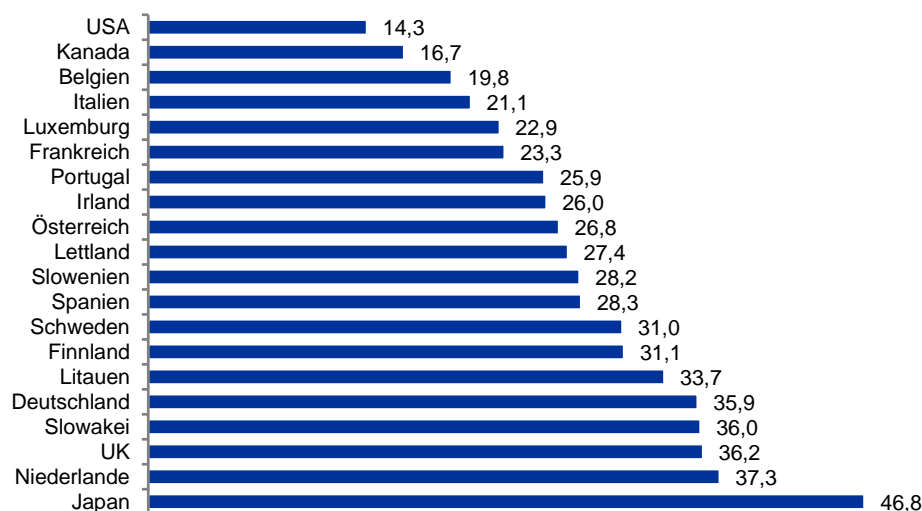
### Hohe Staatsschuldenquoten stellen kein Risiko für Wachstum dar, ...

Die Staatsschuldenquoten sind in Folge der Corona-Krise gemäß offizieller Statistik deutlich gestiegen, und wie nach der Finanz- und Euro-Krise nimmt die Besorgnis über deren Implikationen für Wirtschaftswachstum, Schuldentragfähigkeit und die zukünftige Fiskalpolitik zu. Hohe Schulden belasten das Wachstum, da der Staat private Investitionen verdrängt, so die klassische volkswirtschaftliche Theorie. Doch die Wahrheit ist weit entfernt von dieser Aussage. Weder verdrängen höhere Staatsschulden private Investitionen, noch führen sie zu steigenden Zinsen und hemmen damit Investitionen. **Es muss nicht gespart werden, damit investiert werden kann.** Investiert wird, wenn die Nachfrage da ist. Die benötigte Liquidität stellen Banken bzw. Notenbanken zur Verfügung. So gibt es auch keine Abwägung zwischen Staatskonsum und privaten Investitionen, die zu höheren Zinsen führen könnte. Der Verweis auf eine maximal akzeptable Höhe der Schuldenquote ist aktuell ebenfalls von wenig Bedeutung. **Denn die Schuldenquoten verlieren in Anbetracht der Bilanzausweitung der EZB grundsätzlich an Aussagekraft.**

### ... vor allem weil die EZB die effektive Schuldenquote deutlich reduziert hat

Zwar sind die Schulden in Form von ausstehenden Anleihen deutlich angestiegen. **Doch ein immer größerer Teil davon liegt bei der EZB bzw. bei den nationalen Euro-Notenbanken, wo sich effektiv weder eine Schuldenlast noch ein Refinanzierungsrisiko ergibt.**

**Abb. 1: Staatsanleihen in Besitz der lokalen Notenbank, in % der gesamten Anleiheemission des jeweiligen Staates (Stand Juni 2020)**



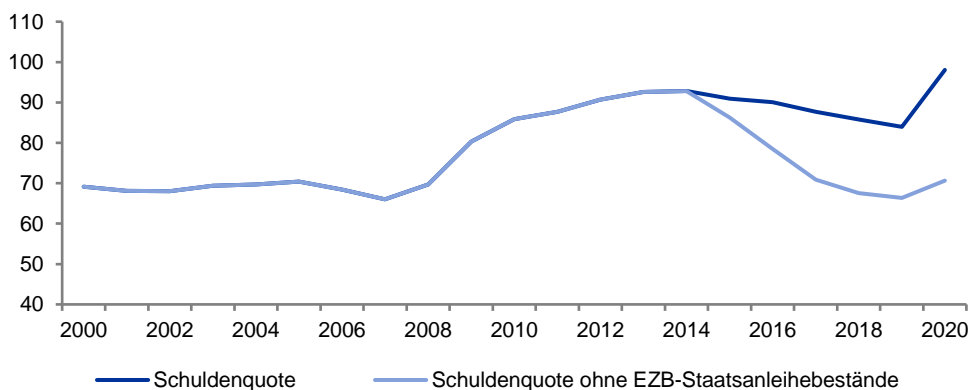
Quelle: OECD

Die EZB ist dank der Ankaufprogramme PSPP (Public Sector Purchase Programme) und PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) inzwischen der größte Gläubiger aller Euro-Staaten geworden. Das Euro-

System bzw. die lokalen Notenbanken besitzen zwischen 20 % und 40 % der emittierten Anleihen ihrer Staaten. Das durch den Kapitalmarkt zu finanzierende Anleihevolumen ist demnach nicht bedeutend höher als vor der Corona-Krise! Damit das vorerst so bleibt, darf die EZB ihre Bilanz nicht zurückfahren bzw. sie sollte die Anleihen nicht dem Kapitalmarkt zurückgeben und damit die Geldmenge reduzieren. **Dies würde aber nur dann geschehen, wenn Wachstum und Inflation die Schuldenquoten sowieso sinken lassen würden und eine straffere Geldpolitik nötig wäre.** Die Bank of Japan z. B. hält inzwischen rund 50 % der emittierten Anleihen des japanischen Staates. Und noch immer kämpft sie eher mit De- als Inflation. Der Grund hierfür ist, dass Inflation eben nicht nur ein rein monetäres Phänomen ist. Geldmengenwachstum, das Vermögenspreise treibt und liquides Anlagevermögen steigen lässt, führt weder zu Güterpreis-inflation noch zu realem Wachstum (siehe *IKB-Kapitalmarkt-News 10. Mai 2021*), da es keine effektive Nachfrage in der Wirtschaft erzeugt.

Ende 2020 betrug die offizielle Schuldenquote der Euro-Zone 98 %. Wird der von der EZB gehaltene Anteil herausgerechnet, ergibt sich eine Schuldenquote von knapp über 70 % und damit das Niveau von vor der Finanzkrise. **Die Geldpolitik der EZB hat also nicht nur den Schuldenanstieg infolge der Corona-Pandemie neutralisiert. Zusammen mit robustem Wachstum nach der Euro-Krise hatte sie die effektive Schuldenquote sogar auf ein Niveau von vor der Finanz- und Euro-Krise gesenkt.** Anstatt knapp über 11 Billionen € lag die für die Schuldentragfähigkeit relevante Verschuldung im Euro-Raum bei nur rund 8 Billionen €, während die EZB in den letzten Jahren knapp über 3 Billionen € absorbierte. Allein im Jahr 2020 und infolge der Corona-Pandemie hat die EZB Anleihen von fast 1 Billionen € aufgekauft, bis März 2021 sogar rund 1,4 Billionen €, was fast dem gesamten Anstieg der Euro-Schulden um 1,08 Billionen € im Jahr 2020 entspricht. Die effektive Verschuldung von rund 8 Billionen € Ende 2020 entspricht in etwa dem Schulden-niveau von 2010.

**Abb. 2: Staatsschulden der Euro-Zone – offizielle und ohne EZB-Bestände, in % zum BIP**



Quellen: FERI (Eurostat); Bloomberg; IKB-Berechnung

Die Corona-Pandemie hat Prinzipien der Sparpolitik in Frage gestellt. Schuldenquoten sind zwar deutlich angestiegen, doch anders als nach der Finanzkrise bleiben die Renditen der Euro-Staaten relativ niedrig. Warum? **Weil die EZB seit der Draghi-Aussage „whatever it takes“ und vor allem mit dem Ausmaß des PEPP-Programms zu einer effektiven Notenbank der einzelnen Euro-Staaten geworden ist. So ist die Sorge unbegründet, dass sich mit eskalierenden Schuldenquoten wieder eine Euro- und damit Schuldenkrise entwickeln könnte.** Auch hat die Pandemie eine Investitions- und Wiederaufbau-initiative in Europa forciert, die der Euro-Zone in den kommenden Jahren viel Rückenwind geben sollte. Jegliche Diskussion über Sparen, Defizitziele und fiskalische Konsolidierung ist deshalb unangebracht. Die Euro-Zone hat ein strukturelles Nachfrageproblem, wie am Handelsbilanzüberschuss zu erkennen ist. Der Konsum verläuft unter dem Potenzialwachstum. Hinzu kommt die zunehmende Bedeutung der Finanzindustrie, die Geld für Investitionen in die Realwirtschaft zu spekulativen Finanzinvestition umlenkt. In dieser Situation und nicht nur in einer Krise sind Notenbanken sowie der Staat gefordert, ausreichend effektive Nachfrage zu schaffen.

Infolge der konjunkturellen Erholung und graduellen Reduzierung mit PEPP ist von steigenden Renditen auszugehen; und auch deutsche 10-Jahres-Renditen sollten in den nächsten 6 bis 12 Monaten wieder anziehen. Birgt dies die Gefahr einer instabilen Schuldentragfähigkeit? Nehmen die Zinszahlungen des Staates zu, was

unweigerlich mit höheren Renditen der Fall sein wird, muss der Staat einen Primärüberschuss erwirtschaften, um die Schuldenquote zu stabilisieren. Liegt ein zunehmender Anteil der Staatsanleihen jedoch bei der Notenbank, sinken dadurch die effektiven Zinszahlungen. Zwar bezahlt der Staat weiterhin die Coupons auf seine Anleiheemissionen. Gewinne der Notenbanken fließen allerdings zurück in die Staatskassen. Nur die Couponzahlungen außerhalb der Notenbank stellen eine effektive Zinslast dar. Dies bedeutet wiederum, dass die eigentliche Zinslast überschätzt wird und der effektive Zinssatz niedriger ist. Grundsätzlich werden sich Renditen sowieso nur dann nachhaltig erhöhen, wenn die Konjunkturentwicklung den Raum dafür gibt. **Die Sorge vor steigenden Schuldenquoten und steigenden Renditen ist unbegründet, da Schuldenquoten nur in Anbetracht eines schwachen Wirtschaftswachstums zulegen, was niedrige Renditen mit sich bringt.**

Schuldenquote wie auch effektive Zinsrate sind Konzepte, die immer weniger Informationsgehalt haben, wenn es darum geht, die Schuldentragfähigkeit des Staates zu beurteilen. Doch was ist, wenn die Notenbank ihre Bilanz zurückfahren muss? Dies wäre nur dann der Fall, wenn sich Konjunktur und Inflation als außerordentlich robust erweisen. Dann würde die Schuldenquote aber sowieso sinken. Außerdem ist es fraglich, ob die Notenbank so agieren würde. Die durch die Bilanzausweitung geschaffene und aktuell deutlich ansteigende M3-Geldmenge sorgt eher für Vermögens- als Güterpreis-inflation. Also: Nur wenn die Wirtschaft zu überhitzen droht, muss ihr die Notenbank das Geld entziehen. Wie argumentiert, sinkt aber dann auch die Schuldenquote aufgrund des kräftigen BIP-Wachstums.

### Corona-Pandemie hat Geldpolitik neu ausgerichtet – und das ist auch gut so

Der Werterhalt des Geldes wird oft als höchste Priorität der Notenbanken postuliert. Diese Forderung wurde durch die Definition von Inflationszielen und die operative Unabhängigkeit der Notenbank in den letzten 25 Jahren unterstützt. Geldentwertung wurde verteufelt und noch immer finden Protagonisten des Goldstandards Zuhörer. **Das dahinterstehende Ideal ist weiterhin eine Notenbank, deren Geldpolitik wenig Volatilität aufweist bzw. eher passiv ausgerichtet ist und so einen glaubwürdigen Anker darstellt.** Friedman hat immer wieder so argumentiert: Handele die Notenbank aktiv und überambitioniert, führe dies nur zu Inflation. Auch aktuell ist der Glaube fest verankert, dass die Notenbank wieder zu einer normalen bzw. passiven Geldpolitik zurückkehren sollte.

Zwar wird die EZB als Retter in der Not gesehen, mit dieser Rolle der EZB fühlen sich viele Volkswirte dennoch nicht wohl. Gleiches gilt für die Schuldenquoten. Sie steigen notgedrungen, um die Wirtschaft ans Laufen zu bringen bzw. sie zu stützen. Doch sobald dies erreicht sei, bedürfe es einer Konsolidierung, um wieder „ordentliche Verhältnisse“ zu schaffen. Diese Gedanken dokumentieren sich auch in der Schuldenbremse. Doch die zu Grunde liegenden Referenzwerte sind nicht die Richtigen. Wirtschaftliche Stabilität ist nicht dann gegeben, wenn die Schuldenquoten niedrig sind, die Notenbank ihrem Prinzip der Passivität naheilt, die Arbeitslosigkeit aber hoch ist bzw. nötige Staatsausgaben und Investitionen fehlen. **Es gibt auch keinen Hangover nach dem Prinzip, was in der Krise ausgegeben wurde, muss nachher wieder eingespart werden. Die Notenbank hat das Monopol der Geldschöpfung, und ihr Einfluss auf die Realwirtschaft ist langfristig nicht neutral.** Hierfür sind die Erfahrungen aus der „großen Depression“ 1929 ein mahnendes Beispiel. Es geht aber auch nicht darum, dass die Notenbanken anhaltend billiges Geld drucken sollen, sie sollen vielmehr Krisen effektiv bekämpfen, sodass das darauffolgende Wachstum gefördert und nicht durch hohe Schuldenquoten belastet wird.

Die Corona-Pandemie hat weltweit Notenbanken gezwungen, neue Wege zu gehen. Wie so oft bedarf es einer Krise, um die Bereitschaft zu haben, Prinzipien zu hinterfragen und das in der jeweiligen Situation angemessene zu tun. So ist die Corona-Pandemie ein positiver Katalysator, wenn es darum geht, die EZB und andere Notenbanken aus ihrer selbst auferlegten Gedankenfestung zu befreien. **In der Euro-Krise musste das Euro-System erst am Abgrund stehen, bevor die EZB bereit war, alles Notwendige zu tun. Jetzt überschreitet sie womöglich sogar das Notwendige und gibt der Fiskalpolitik trotz steigender Schuldenquoten zunehmend Raum für eine wachstumsorientierte Politik.**

Ausgewählte Quellen:

- Stephanie Kelton: The Deficit Myth. Modern monetary theory and how to build a better economy.
- Hyman Minsky: Stabilisierung an unstable economy.

## Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

**Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr**

	2019	2020	2021P	2022P
Deutschland	0,6%	-5,1%	3,5%	4,3%
Euro-Zone	1,3%	-6,7%	4,8%	4,7%
UK	1,4%	-9,8%	5,6%	5,4%
USA	2,2%	-3,5%	6,9%	3,8%
Japan	0,3%	-5,0%	2,7%	2,0%
China	6,0%	2,3%	7,7%	5,8%

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

	2019	2020	2021P	2022P
Deutschland	1,4%	0,5%	3,0%	2,4%
Euro-Zone	1,2%	0,3%	2,3%	2,2%
UK	1,8%	0,9%	2,3%	3,5%
USA	1,8%	1,3%	4,3%	3,2%
Japan	0,5%	-0,1%	0,1%	0,5%
China	2,9%	2,5%	1,6%	2,3%

**Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %**

	27. Juli	in 3M	Ende 2021	Ende 2022
3M-Euribor	-0,54	-0,50	-0,47	-0,47
3M-USD-Libor	0,13	0,22	0,24	0,24
10-Jahre Bund	-0,44	-0,25	0,10	0,30
10-Jahre U.S. Treasury	1,24	1,40	1,50	1,90

**Tabelle 4: Ausgewählte Währungen**

	27. Juli	in 3M	Ende 2021	Ende 2022
EUR/USD	1,18	1,18	1,17	1,15
EUR/GBP	0,85	0,87	0,88	0,90
EUR/JPY	130	131,00	129,00	124,00
EUR/CHF	1,08	1,09	1,10	1,07
EUR/HUF	360	357,00	358,00	365,00
EUR/CZK	25,7	25,80	25,80	25,60
EUR/TRY	10,11	10,20	10,40	10,90
EUR/PLN	4,59	4,56	4,54	4,37
EUR/RUB	87,0	88,00	90,00	92,00
EUR/MXN	23,6	23,80	24,10	23,60
EUR/ZAR	17,6	17,30	18,20	19,50
EUR/CNY	7,68	7,65	7,68	7,75
EUR/CAD	1,49	1,48	1,50	1,46
EUR/AUD	1,61	1,58	1,55	1,48

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) EZB; FRED und IKB-Prognosen (in 3M; Ende 2021, 2022)

**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

2021

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG  
Rechtsform: Aktiengesellschaft  
Sitz: Düsseldorf  
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130  
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick  
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann  
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Ralph Müller, Dr. Patrick Trutwein