

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

Ralf Heidrich
Ralf.Heidrich@ikb.de

Eugenia Wiebe
Eugenia.Wiebe@ikb.de

Deutsche Konjunktur: Talsohle noch nicht erreicht? 2

ifo Geschäftsklima überraschend deutlich eingetrübt • Industrie dürfte kraftlos bleiben • Erwartete Wirtschaftsbelebung lässt auf sich warten • Abwärtsrevision der BIP-Jahresprognose auf 0,6 % für 2019 • Prognose-risiko ist nach unten gerichtet

Kapitalmärkte: Geldpolitische Lockerung ist erreicht, aber die EZB muss Taten folgen lassen 4

Umfeld im Euro-Raum spiegelt extrem expansive Geldpolitik wider • Fundamentalwerte erfordern keine „Rettungsaktionen“ der EZB • Dennoch: Notenbank ist besorgt über Konjunktur im Euro-Raum • Märkte erwarten zudem weitere Lockerung • EZB wird liefern müssen

Deutschland – Verarbeitendes Gewerbe: viel Schatten, wenig Licht 6

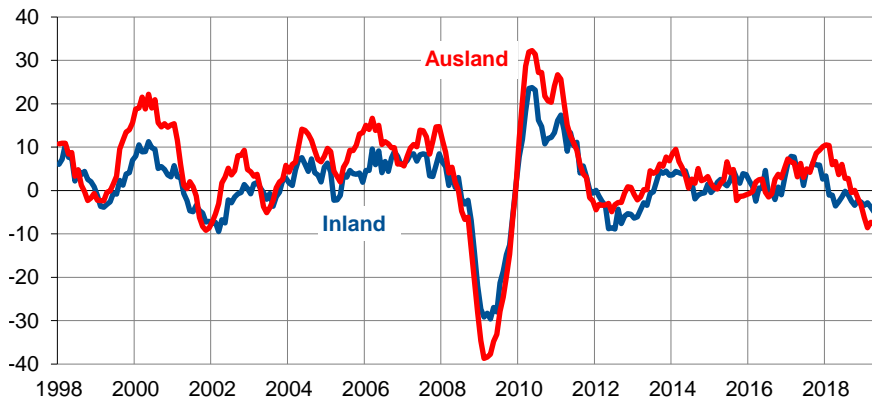
Kurzfristige Risiken bleiben hoch • Zunehmend heterogene Branchenkonjunktoren • Abschwung nicht extremer im Vergleich zu früheren Abschwungphasen • Automobilindustrie als Frühzykliker scheint sich zu stabilisieren • Maschinenbau als konjunktureller Nachzügler muss sich auf weitere Produktionseinbußen einstellen

Deutschland – Arbeitsmarkt: Wie stark wird die Arbeitslosenquote steigen? 9

Robuster Arbeitsmarkt mit steigenden Löhnen erhöht den Margendruck • Unternehmen halten trotz konjunktureller Schwäche an Arbeitskräften fest • Kurzfristig dürfte Arbeitslosenquote nur marginal steigen • Enttäuscht die Konjunktur auch im nächsten Jahr, ist eine Arbeitslosenquote von über 6 % möglich

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat



IKB-Prognose 2019

Reale Veränderung in %,
saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

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

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

Deutsche Konjunktur: Talsohle noch nicht erreicht? ...

Rückblick: ein Auf und Ab

Eigentlich hätte ab Mitte 2019 die Erholung der deutschen Wirtschaft spürbar an Dynamik zulegen sollen; so zumindest war noch die Einschätzung zu Jahresanfang. Konsensmeinung war, dass vor allem die Sonder-
effekte in der Automobilindustrie das Wachstum nur vorübergehend belasten würden. Doch die deutsche Wirtschaft schnitt im ersten Quartal 2019 besser ab, als allgemein erwartet wurde, und zeigte dafür anschließend eine Schwäche, die sogar zu einem BIP-Rückgang im zweiten Quartal 2019 geführt haben dürfte. Gründe hierfür sind unter anderem Vorzugseffekte im ersten Quartal – vor allem in Folge der ursprünglichen Brexit-
Deadline Ende März –, der Nachholbedarf bei PKW-Neubestellungen und der relativ milde Winter. Diese Effekte haben im ersten Quartal Bauinvestitionen, Exporte und Konsum gestützt und sollten im zweiten Quartal zu Rückpralleffekten geführt haben.

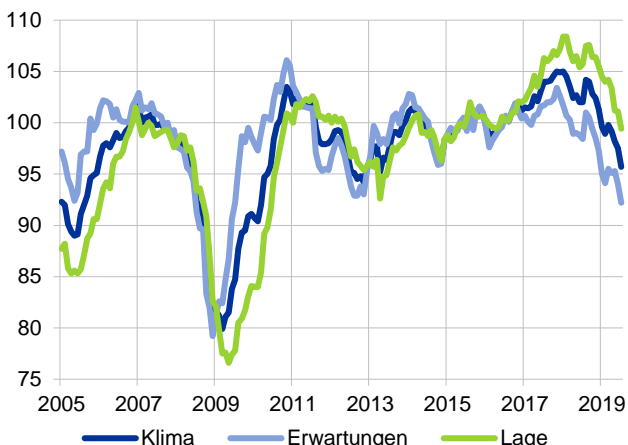
Vergleicht man den Verlauf der Industrieproduktion mit vorherigen Rezessionsphasen, ergeben sich keine besonderen Abweichungen. Denn es sind nicht nur Vorzieheffekte, die die aktuelle Entwicklung trüben. Es handelt sich offenbar nicht nur um eine kurzfristige Verschnaufpause und schnell verpuffende Sondereffekte, sondern um einen klassischen Konjunkturzyklus, zumindest was die Industrieproduktion angeht. Damit könnten auch die kommenden Monate von Produktionsrückgängen gekennzeichnet sein. Dies gilt insbesondere für den Maschinenbau, aber auch für das gesamte Verarbeitende Gewerbe (siehe [IKB-Kapitalmarkt-News 9. Juli 2019](#)). Dennoch: Ebenso wie das Wachstum im ersten Quartal 2019 kein Indiz der relativen Stärke der deutschen Wirtschaft war, so sollte ein schwaches zweites Quartal nicht zu einem überzogenen Pessimismus führen. Denn wie bei bisherigen Industriezyklen dürfte sich das Produktionswachstum im verbleibenden Jahr 2019 stabilisieren. Die Entwicklung der Automobilindustrie – ein konjunktureller Frühindikator – stärkt diese Erwartung. Auch die globale Industrie scheint Bodenhaftung gefunden zu haben.

Der private Konsum sollte als Stabilitätsanker weiter zur Verfügung stehen: IKB-Schätzungen deuten zwar auf einen leichten Anstieg der Arbeitslosenquote in den kommenden Monaten hin, hohe Lohnabschlüsse sollten aber zu einem robusten Wachstum der preisbereinigten realen Einkommen führen. Die Stabilisierung der globalen Industrieproduktion stützt zudem die deutschen Exportaussichten – zumindest was das absolute Niveau angeht. Grundsätzlich bleibt allerdings die Ausgestaltung des Brexit ein bedeutender Risikofaktor für die deutsche Konjunktur – insbesondere für das Jahr 2020 (siehe [IKB-Kapitalmarkt-News 17. Juni 2019](#)).

Aktuelle Stimmung: ifo Geschäftsklima unerwartet deutlich eingetrübt

Die Stimmung der deutschen Unternehmen hat sich im Juli überraschend klar verschlechtert. Das ifo Geschäftsklima fiel damit auf das Niveau vom Dezember 2012. Sowohl die aktuelle Lage als auch die Geschäftsperspektiven wurden pessimistischer beurteilt.

ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



Quelle: ifo



In fast allen Sektoren – Industrie, Dienstleistungen, Handel – hat sich die Stimmung eingetrübt. Nur im Bausektor hat sich das Geschäftsklima aufgehellt. Dennoch hat sich die sektorale Spaltung in der deutschen Wirtschaft weiter vertieft. So trübte sich insbesondere die Stimmung der Industrie nochmals deutlich ein. Ein stärkerer Rückgang wurde laut ifo Institut zuletzt im Februar 2009 beobachtet. Auch die Einkaufsmanager-Indizes im Juli bestätigen diese Tendenz. So gab der PMI für die deutsche Industrie klar nach. Er verlor 1,9 Punkte, liegt nun mit 43,1 Punkten tief unter der Expansionsmarke von 50 Punkten und signalisiert eine anhaltende Schrumpfung der Industrieproduktion.

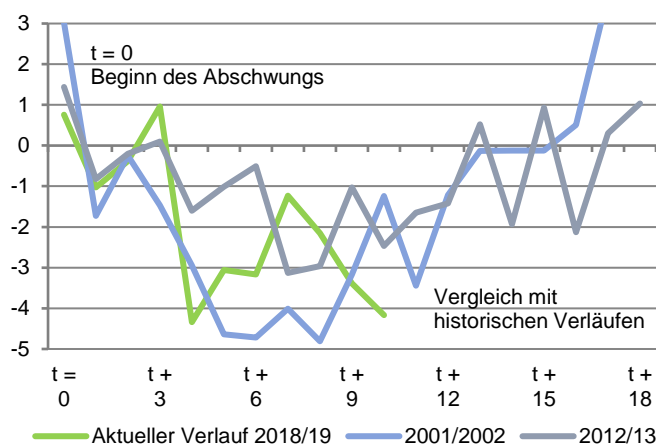
Ausblick 2019

Der ifo Index für Juli gibt eine erste Indikation für das BIP-Wachstum im vierten Quartal 2019. Sollte das Geschäftsklima nach dem deutlichen Rückgang im Juli auch im August weiter an Boden verlieren, wird ein BIP-Rückgang im vierten Quartal immer wahrscheinlicher. Selbst wenn sich der ifo-Indikator auf dem aktuellen Niveau stabilisiert, ist solch eine Entwicklung nicht auszuschließen. Grundsätzlich deutet der Index von heute auf ein zunehmendes Konjunkturrisiko hin. Auch wenn sich das BIP-Wachstum nach dem erwarteten Rückgang im zweiten Quartal im dritten Quartal erholen sollte, ist dies demnach kein Indiz einer sich aufbauenden, im vierten Quartal anhaltenden Konjunkturbelebung. Die Erwartung einer sich erholenden deutschen Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte ist auf Grundlage des ifo Geschäftsklimas (und der jüngsten PMI-Zahlen) immer weniger wahrscheinlich. Bei einer wie in Abb. 3 dargestellten Entwicklung würde das BIP-Jahreswachstum für 2019 bei 0,6 % liegen. Aufgrund des starken Rückgangs des ifo Geschäftsklimas und anhaltender globaler Unsicherheiten wie Ausgestaltung des Brexit und Protektionismus ist das Prognoserisiko jedoch weiterhin nach unten gerichtet.

Anhaltende Themen wie die Ausgestaltung des Brexit deuten zudem auf ein bedeutendes Prognoserisiko für 2020 hin. Selbst bei einer Anpassung der BIP-Wachstumsprognose auf 0,6 % für 2019 bleibt das Prognoserisiko nach unten gerichtet.

Dr. Carolin Vogt, Carolin.Vogt@ikb.de

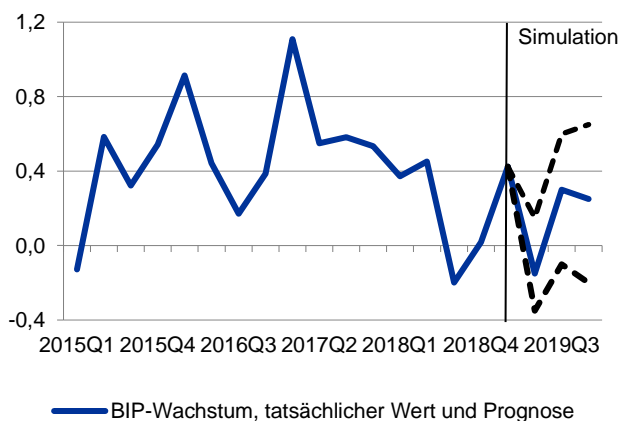
Industrieproduktion, Veränderungen in % zum Vorjahr



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB



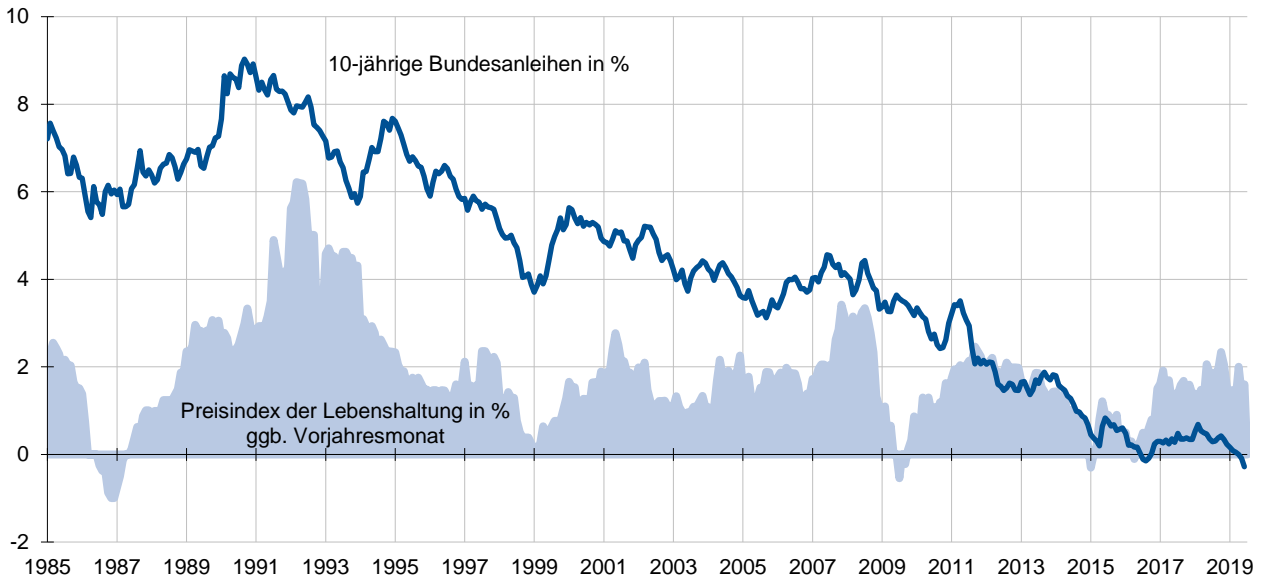
Reales BIP-Wachstum in % zum Vorquartal



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Simulation



Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Geldpolitische Lockerung ist erreicht, ...

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



Quelle: Bloomberg

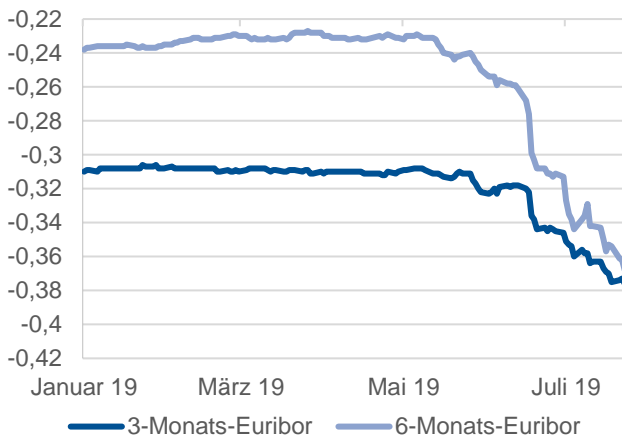


In den letzten Wochen hat die EZB Erwartungen einer bevorstehenden geldpolitischen Lockerung bestärkt. Zwar erklärte die Notenbank lediglich, Maßnahmen ergreifen zu wollen, wenn sich die konjunkturelle Lage nicht bessern sollte. Die Märkte interpretierten dies jedoch als klares Bekenntnis der EZB zu einer bevorstehenden Lockerung: Bundrenditen fielen deutlich, und auch das kurze Ende der Zinskurve reagierte in der festen Erwartung einer kurzfristig bevorstehenden Zinssenkung. Jüngste PMI-Zahlen aus der Euro-Zone scheinen diese Entwicklung zu bestätigen – die Konjunktur hat eher nachgelassen, auch wenn es weiterhin keine Anzeichen eines deutlichen Einbruchs gibt.

Mit ihrer Kommunikation hat die EZB bereits eine geldpolitische Lockerung in den letzten Wochen erreicht: Risikofreie Renditen haben reagiert, und der Euro-Dollar-Devisenkurs hat sich trotz erwarteter Fed-Zinssenkung nicht nennenswert bewegt. Die Geldpolitik in der Euro-Zone stellt sich angesichts des Zinsniveaus und des Euro-Dollar-Kurses so expansiv wie nie zuvor dar. Selbst der IWF kam um die Einschätzung nicht herum, dass der aktuelle Devisenkurs der Euro-Zone unterbewertet ist. Die EZB scheint somit alles richtig gemacht zu haben, um eine geldpolitische Lockerung zu erreichen, ohne in einen überzogenen Aktionismus zu verfallen. Um dieses Umfeld aufrecht zu erhalten, muss die Notenbank den Erwartungen gerecht werden, was angesichts der übertriebenen Einschätzungen bzw. Überreaktionen der Märkte kein einfaches Unterfangen ist. Enttäuscht die EZB die Märkte trotz ihrer grundsätzlich äußerst expansiven Ausrichtung, wirken eine steilere Zinskurve und ein aufwertender Euro-Devisenkurs wie eine straffere Geldpolitik. Übertrifft sie die Marktprognosen, schürt sie im Fall einer weiteren konjunkturellen Eintrübung überzogene und nicht haltbare Erwartungen. Da es die Geldpolitik sein sollte, die die Märkte beeinflusst und nicht anders herum, war mit einer gewissen Ernüchterung der Märkte nach der jüngsten EZB-Sitzung zu rechnen. Die Fundamentaldaten deuten weiterhin auf die Notwendigkeit einer äußerst unterstützenden Geldpolitik hin.

... aber die EZB muss Taten folgen lassen

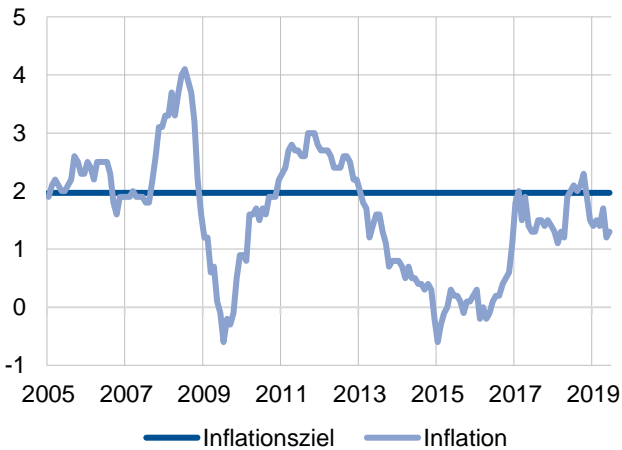
3- und 6-Monats Euribor in %



Quelle: Bloomberg



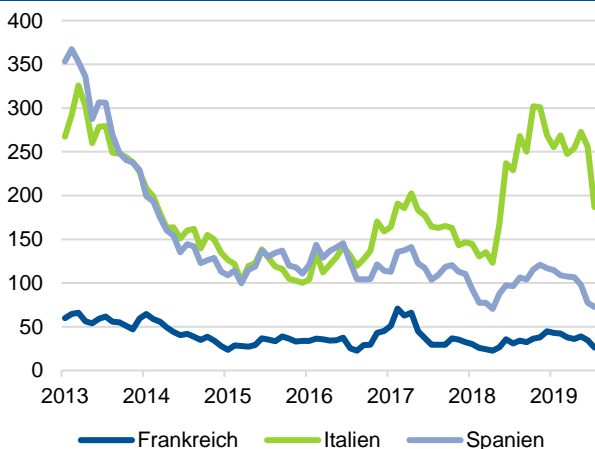
Euro-Zone: Inflation in %



Quelle: EZB



Risikoprämien ausgewählter Länder in %



Quelle: Bloomberg



Jedoch haben sich die Frühindikatoren in den letzten Monaten nicht dermaßen verschlechtert, dass eine großangelegte Rettungsaktion der europäischen Konjunktur und Schuldentragfähigkeit kurzfristig notwendig geworden wäre. Die Reaktion der EZB war dennoch eindeutig und beeindruckend – zumindest was sie in Aussicht stellte: Zinssenkungen in Kombination mit einer Zinsstaffelung, die die negativen Konsequenzen für Banken reduzieren und somit Raum für womöglich deutliche Zinssenkungen schaffen. Ein Relaunch des Aufkaufprogramms steht ebenfalls im Raum.

Die EZB geht in ihren Prognosen davon aus, dass die Inflationsrate bis 2021 unter ihrem Inflationsziel bleiben wird. In diesem Zusammenhang betonte sie, dass das Inflationsziel symmetrisch ist: Nach Jahren der Niedrigzinsphase sind durchaus höhere Inflationsraten konsistent mit dem Inflationsziel, damit muss die EZB nicht sofort aufgrund eines Anstiegs der Inflationsrate über 2 % an der Zinsschraube drehen. Diese Aussage sowie die mögliche Einführung einer Staffelung des Einlagenzinses sollen das zukünftig erwartete Zinsniveau senken und damit die Zinskurve weiter bzw. nachhaltig verflachen.

Die signalisierte Handlungsbereitschaft der EZB lässt wenig Raum für Zweifel: Die europäische Notenbank wird ihre Geldpolitik durch eine Zinssenkung von bis zu 0,2 Prozentpunkten weiter lockern – voraussichtlich mit den neuen Makroprognosen im September. Ob dies anhand des anstehenden Brexits, dessen Ausgestaltung weiterhin unsicher ist, ausreichen wird, bleibt abzuwarten. Grundsätzlich bleibt auch die Kreditvergabe in der Euro-Zone nicht hoch genug, um ausreichend Nachfrage in der Realwirtschaft sicherzustellen.

Doch es bleibt vor allem die Aufgabe der Fiskalpolitik, einem möglichen eskalierenden Konjunkturunbruch entgegenzuwirken. Die Geldpolitik hat hierfür allerdings den nötigen Raum geschaffen: Die Schuldentragfähigkeit der Euro-Länder ist selbst mit schwachem BIP-Wachstum durch die niedrigen und flachen Zinskurven gesichert. Dies gilt auch für Frankreich und Italien. Denn der italienische Aufschlag zu Bundrenditen hat sich in Erwartung der geldpolitischen Lockerung der EZB deutlich eingengt.

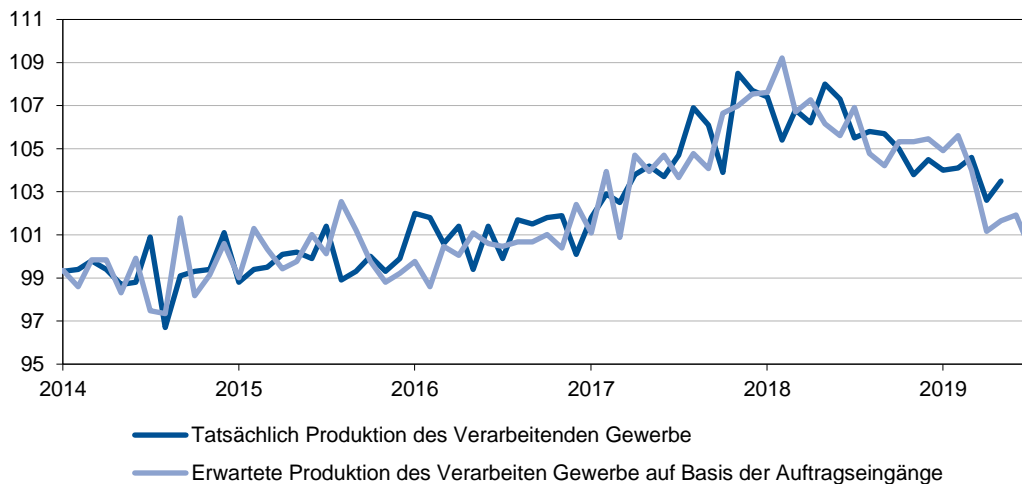
Dr. Klaus Bauknecht, Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Deutschland – Verarbeitendes Gewerbe: viel Schatten, wenig Licht

Die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes konnte nach dem deutlichen Rückgang im Vormonat im Mai saison- und kalenderbereinigt wieder um 0,9 % zulegen. Allerdings liegt das Produktionsniveau der ersten fünf Monate des Jahres 2019 fast 3 % unter dem des Vorjahres. Im Mai belief sich das Minus gegenüber dem Vorjahresmonat sogar auf über 4 %. Wie sind diese Zahlen zu werten? Trotz des Rückgangs im April und des nur moderaten Anstiegs im Mai sind die Produktionszahlen für das gesamte Verarbeitende Gewerbe eigentlich besser als erwartet. Denn auf Grundlage der Bestellungen der letzten Monate wäre mit deutlich schwächeren Produktionszahlen in beiden Monaten zu rechnen gewesen. Bedeutet dies, dass in den kommenden Monaten ein erneuter Produktionsrückgang droht?

Auftragsgänge sind ein aussagekräftiger Frühindikator für die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes und einzelner Branchen. Für das gesamte Verarbeitende Gewerbe haben die Order einen Vorlauf zur Produktion von zwei bis drei Monaten. Da die Bestellungen im Mai erneut enttäuscht haben, ist demnach mit einem wiederholten und womöglich deutlichen Fertigungsrückgang in den kommenden Monaten (bis mindestens Juli) zu rechnen: Zum einen weil das Produktionsniveau im Verhältnis zu den Auftragsgängen im Mai zu hoch ausgefallen war, und zum anderen, weil die Ordertätigkeit auch für Juni und Juli immer noch keine Anzeichen der Erholung signalisieren.

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

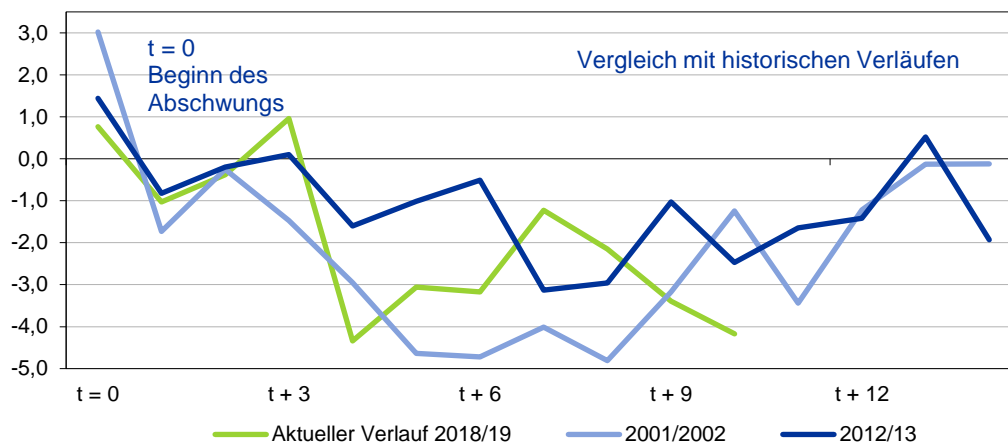


Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB

Die bis Mai veröffentlichten Auftragsgänge deuten auf einen Produktionsrückgang zwischen Mai und Juli von 1,3 % hin. Das größere Risiko kommt aktuell jedoch vom Unterschied zwischen dem tatsächlichen Produktionsniveau im Mai und der auf Basis der Auftragsgänge der Vormonate zu erwarteten Fertigung im Mai. Diese Differenz beträgt rund 1,7 %-Punkte (siehe Tabelle 1). Die Bestellungen signalisieren somit ein Herstellungsniveau für Juli, das rund 3 % unter dem Niveau vom Mai liegt. Nur ein kurzfristiges und deutliches Anziehen der Auftragsgänge würde das negative Korrekturpotenzial (Unterschied zwischen tatsächlichen und erwarteten Wert) reduzieren.

Doch auch wenn sich die Bestellungen relativ schnell stabilisieren bzw. leicht erholen sollten, ist für das Jahr insgesamt mit einem Produktionsrückgang von über 2,5 % auszugehen. Im Vergleich zum letzten IKB-Ausblick (geschätzter Rückgang von ca. 1 % in diesem Jahr) bedeutet dies eine klare Prognoseanpassung nach unten. Noch ist der aktuelle Produktionsverlauf konsistent mit den Rezessionsphasen 2001/2 bzw. 2012/13. Auf Basis dieser Schwächephasen wäre dann in den kommenden Monaten von einer Erholung auszugehen. Auch hierfür ist jedoch eine kurzfristige Stabilisierung der Auftragsgänge nötig.

Abb. 2: Produktion des Verarbeitenden Gewerbes; Veränderung zum Vorjahr in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB

Branchenausblick: Zunehmend heterogenes Bild gibt erste Hoffnung auf mögliche Wende

Insgesamt haben die Bestellungen auf Branchenebene im Mai eher enttäuscht und Erwartungen einer kurzfristigen Erholung einen erneuten Dämpfer verliehen. So gab es weitere Orderrückgänge für bedeutende Branchen wie Automobil- und Metallindustrie sowie Maschinenbau. Nur in der Elektroindustrie konnten sich die Auftragseingänge zum Vormonat stabilisieren. Allerdings befinden sich diese wie auch die des Maschinenbaus rund 7 % unter dem Wert von Januar 2019 – es liegt also ein deutlich ausgeprägter Rückgang im Vergleich zu den anderen Branchen vor. Was bedeutet dies für die Produktion in den kommenden Monaten?

Die Automobilbranche steigerte ihre Produktion im Mai deutlich (7,4 % zum Vormonat). Dies war auf Grundlage der Auftragseingänge der letzten Monate zu erwarten gewesen, denn die Fertigung der Automobilbranche fiel im April um einiges niedriger aus, als es die Auftragseingänge angedeutet hatten. Diese Lücke wurde nun mit dem Produktionsplus im Mai größtenteils geschlossen. Zudem signalisieren die Auftragseingänge trotz des Rückgangs im Mai ein stabiles bzw. leicht höheres Produktionsniveau im Juni und Juli. Damit scheinen die jüngsten Zahlen die erwartete Stabilisierung der Automobilindustrie zu bestätigen. Was die Chemieindustrie angeht, haben die Auftragseingänge eine eher überschaubare Aussagekraft – bezogen auf Niveau und Vorlauf. Eine belastbare Aussage auf Grundlage der Auftragseingänge ist nicht möglich. Die tatsächliche Produktion scheint sich allerdings seit Jahresanfang zu stabilisieren.

Tabelle 1: Produktionsausblick

| | Abweichung: Tatsächliche Produktion zur erwarteten auf Basis der Auftragseingänge; in % | Erwartung auf Basis der Auftragseingänge; Produktionsveränderung in % | Produktionsausblick insgesamt; Veränderung in % | Horizont für den Ausblick: Mai bis ... |
|------------------------|---|---|---|--|
| Automobilindustrie | -0,6 | +0,3 | -0,3 | Juli |
| Elektroindustrie | -0,9 | -2,5 | -3,4 | Juli |
| Maschinenbau | -1,0 | -4,4 | -5,4 | September |
| Metallerzeugnisse | 0,7 | -1,8 | -1,1 | Juni |
| Verarbeitendes Gewerbe | -1,7 | -1,3 | -3,0 | Juli |

Quelle: IKB

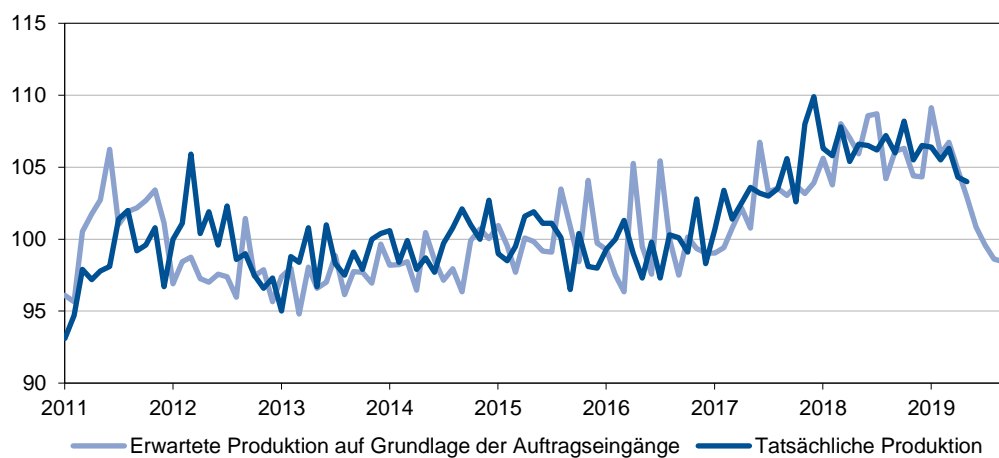
Die Fertigung der Elektroindustrie ist im Mai ebenfalls relativ stabil geblieben. Allerdings deuten die Auftragseingänge auf ein deutlich niedrigeres Produktionsniveau für Juni und Juli hin, sodass hier von einem Produktionsrückgang ausgegangen werden kann.

Von allen analysierten Branchen weist der Maschinenbau das höchste negative Korrekturpotenzial auf. Nicht nur fiel die Produktion im Mai höher aus, als auf Grundlage der historischen Auftragseingänge zu erwarten war; auch der Verlauf der Bestellungen signalisiert einen erneuten deutlichen Produktionsrückgang. Bei einem

Vorlauf von bis zu vier Monaten signalisieren die aktuellen und historischen Auftragseingänge bis September einen Produktionsrückgang von über 5 %. Auch wird eine kurzfristige Erholung der Auftragseingänge diese Prognose aufgrund des langen Vorlaufs kaum verändern. Die Produktion von Metallerzeugnissen sollte angesichts der Tabelle 1 unter Druck bleiben, auch wenn diese bereits im Mai deutlich nachgelassen hatte. Was die Metallbearbeitung angeht, sollte die Aussagekraft der Auftragseingänge wie bei der Chemieindustrie nicht überbewertet werden.

Die Zahlen in Tabelle 1 sind nicht überraschend. Der Maschinenbau ist im Konjunkturzyklus eher Nachzügler und hat seine Korrektur noch vor sich. Der Automobilsektor hingegen wird oftmals als Frühindikator der Konjunktur gesehen und zeigt bereits erste Stabilisierungstendenzen. Für 2019 erwartet die IKB einen Produktionsrückgang von knapp über 2 % bei der Automobilindustrie, von ca. 4 % beim Maschinenbau, von knapp unter 3 % bei der Elektroindustrie sowie von zwischen 3,5 % und 4 % bei der Chemieindustrie ohne Pharma. All diese Prognosen unterliegen jedoch der Annahme, dass sich die Auftragseingänge in den kommenden Monaten stabilisieren.

Abb. 3: Produktion des Maschinenbaus; 2015 = 100



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB

Fazit: Die Auftragseingänge des Verarbeitenden Gewerbes geben keine Entwarnung: Bis auf die Automobilindustrie müssen in den kommenden Monaten alle anderen bedeutenden Industriebranchen mit weiteren Produktionsrückgängen rechnen.

Der leichte Produktionsanstieg des Verarbeitenden Gewerbes im Mai ist demnach kein Zeichen für eine kurzfristige Stabilisierung. Dies gilt insbesondere für den Maschinenbau, der eher konjunktureller Nachzügler ist und dem noch bis mindestens zum dritten Quartal deutliche Produktionseinbußen bevorstehen.

Auch wenn der kurzfristige Ausblick unsicher bleibt, der aktuelle Produktionsverlauf des Verarbeitenden Gewerbes verläuft im Vergleich zu früheren Abschwungphasen wenig überraschend. Die Entwicklung der Automobilindustrie als konjunktureller Frühindikator zeigt Stabilisierungstendenzen und kann als erster Silberstreif am Horizont betrachtet werden.

Dr. Klaus Bauknecht, Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

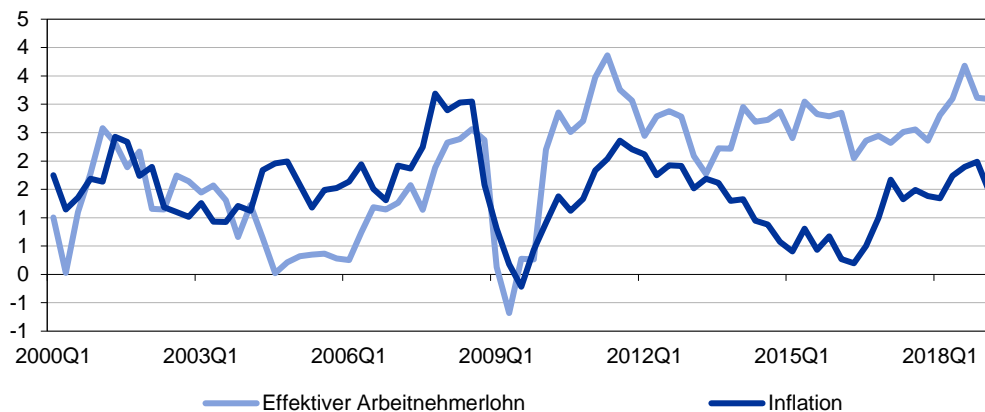
Deutschland – Arbeitsmarkt: Wie stark wird die Arbeitslosenquote steigen?

Der deutsche Arbeitsmarkt wird zunehmend zum Gesprächsthema: Umstrukturierungsankündigungen großer Industriekonzerne sowie anhaltend schwache Produktionszahlen in vielen Branchen schüren die Sorge vor einem Stellenabbau. Einen spürbaren Anstieg der Arbeitslosenquote, die saisonbereinigt bisher nur marginal von 4,9 % im April auf 5,0 % im Mai und Juni angestiegen ist, erwartet bisher jedoch kaum ein Arbeitsmarktexperte. Welchen Dynamiken ist der deutsche Arbeitsmarkt unterworfen, und mit welcher Höhe der Arbeitslosenquote ist in den nächsten Monaten zu rechnen? Welche Wachstumsannahmen sind nötig, damit die grundsätzlich positive Entwicklung des Arbeitsmarktes bestehen bleibt?

Arbeitsmarkt sorgt für Margendruck und löst Gegenreaktion aus

Der deutsche Arbeitsmarkt erweist sich seit Jahren als erstaunlich robust. Selbst in den Jahren 2012 und 2013, als die Volkswirtschaft in Folge der Euro-Krise jeweils um weniger als 1 % gewachsen ist, ging die Arbeitslosenquote weiter zurück. Seit 2010 ist die Anzahl der Erwerbstätigen kontinuierlich von rund 41 Mio. auf 45 Mio. Personen gestiegen – obwohl die Lohnerhöhungen seit 2010 konstant über der Inflationsrate gelegen haben. Aktuell macht sich vermehrt die Sorge breit, der Arbeitsmarkt könnte angesichts der aktuellen Konjunkturlaute einknicken. Sprich: Die Arbeitslosenquote könnte stärker steigen, weil sich die Konjunkturerholung hinzuziehen scheint, denn noch sind keine konkreten Anzeichen einer Erholung vor allem der Industrieproduktion zu erkennen (s. *IKB-Kapitalmarkt-News 9. Juli 2019*). Aktuelle Prognosen signalisieren für 2019 ein BIP-Wachstum von unter 1 %. Zwar ist die Erwartung für 2020 mit einem BIP-Plus von deutlich über 1 % relativ solide. Doch wie wird das konjunkturell schwache Jahr 2019 den Arbeitsmarkt beeinflussen, und was würde eine unerwartete Verlängerung der Schwächephase bis ins Jahr 2020 bedeuten? Steht der Arbeitsmarkt vor einer möglichen Wende?

Abb. 1: Arbeitnehmerlöhne versus Inflation; Veränderung in % zum Vorjahr



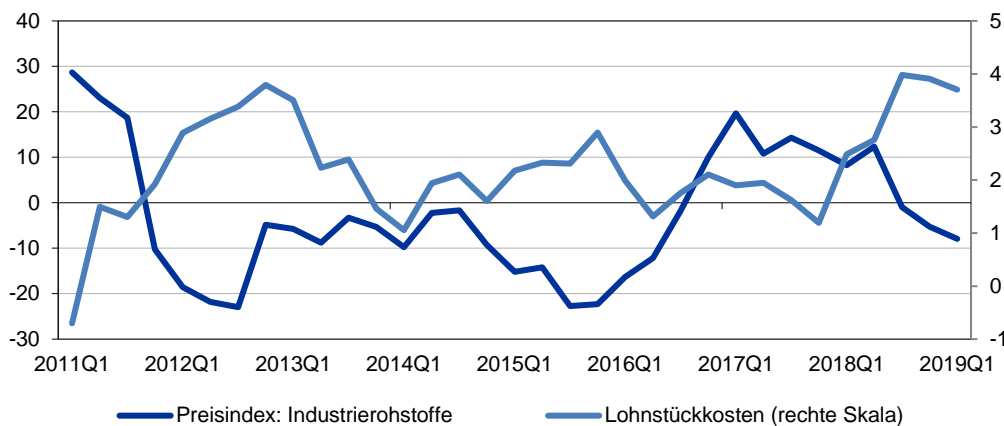
Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB

Ein schwaches BIP-Wachstum geht nicht nur mit einem geringeren Bedarf an neuen Arbeitsplätzen einher. Es ergibt sich auch bei gleichbleibender Belegschaft ein niedrigeres Produktivitätswachstum. Bei gleichzeitig hohen Lohnforderungen muss Raum für Produktivitätserhöhungen vorhanden sein, um den Anstieg der Lohnstückkosten in Grenzen halten zu können. So ist es nicht das schwache BIP-Wachstum allein, das aktuell zu einem deutlichen Anstieg der Lohnstückkosten führt, sondern es ist die Kombination aus der konjunkturellen Abkühlung und hohen Lohnabschlüssen. Wächst das BIP und steigt dementsprechend der Umsatz der Unternehmen kräftig, sind zunehmende Lohnkosten weniger ein Thema. Zum einen kann der Kostendruck weitergegeben werden, was Preise und damit auch die Inflationsrate anziehen lassen. Zum anderen sind höhere Kosten in einem Umfeld zunehmender Kapazitätsauslastung und voller Auftragsbücher kein Grund zur Sorge. Auch sorgt Nachfragewachstum indirekt für höhere Produktivität, was die Lohnstückkosten dämpft.

Die Lohnstückkosten steigen nun schon seit geraumer Zeit stärker als die Inflationsrate. Dies bedeutet entweder, dass andere Inputpreise wie die von importierten Vorleistungsgütern gefallen sind, oder dass die Gewinnmargen der Unternehmen unter Druck geraten sind. Tatsächlich sind die Preise von Importgütern seit 2016 tendenziell angestiegen. Dies gilt auch für Industrierohstoffe, sodass hohe Lohnforderungen in Kombination mit einem schwachen Wachstum durchaus Margendruck verursacht haben. Erst seit Ende 2018 dürfte sich dieser Druck infolge sinkender Rohstoffpreise etwas reduziert haben. So wurde die zunehmende Dynamik der

Lohnstückkosten zumindest seit Anfang 2018 etwas gedämpft. Doch der Anteil der Arbeitnehmerlöhne am Volkseinkommen ist dennoch gerade 2018 deutlich angestiegen auf 69,0 %, im Vergleich zu 67,9 % im Jahr 2017. Das belastet das Gewinnpotenzial am Standort Deutschland. Bei einer schwachen Wachstumsentwicklung wird der Margendruck hoch bleiben und eine Gegenreaktion durch die Unternehmen provozieren. Dies gilt vor allem dann, wenn sich die Konjunkturerholung nicht, wie aktuell noch erwartet, gegen Ende dieses Jahres festigt, sondern die Schwächephase bis 2020 anhält. Bei relativ unflexiblen Löhnen dürfte dann die Anzahl der Erwerbstätigen abnehmen.

Abb. 2: Lohnstückkosten und Industrierohstoffpreise; Veränderung in % zum Vorjahr

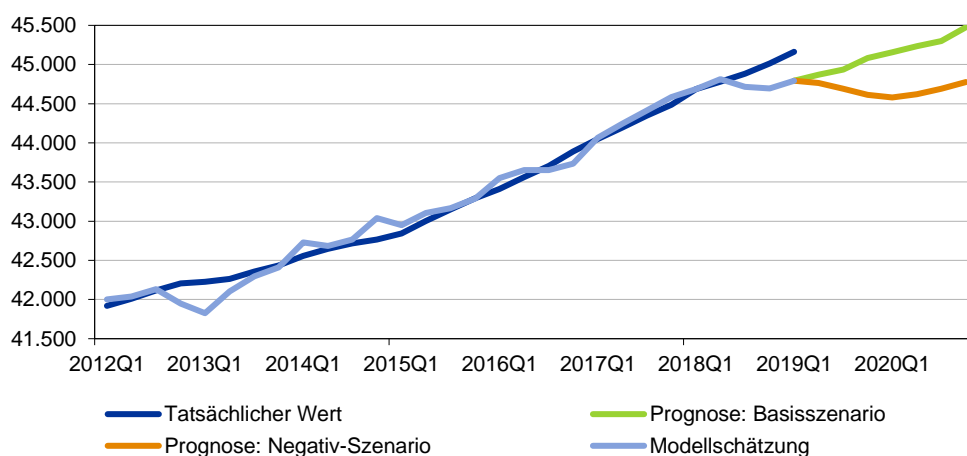


Quellen: Bloomberg; Statistisches

Ausblick Arbeitsmarkt – Konjunktur im Jahr 2020 wird entscheidend sein

Viele Unternehmen starteten mit überzogenem Optimismus ins Jahr 2019. Dieser zeigte sich vor allem in den Produktionsplänen und dem damit verbundenen erwarteten Produktionswachstum, das deutlich nach unten angepasst werden musste. So gehen aktuelle Industrieprognosen für 2019 von einem höheren Produktionsrückgang in allen bedeutenden Branchen aus, als noch zu Jahresanfang erwartet. In diesem Umfeld ist es nicht überraschend, dass die tatsächliche Anzahl der Erwerbstätigen aktuell bereits über dem zu erwartenden Niveau liegt. Industrieproduktion und BIP-Wachstum haben deutlich schneller abgenommen, als sich die Unternehmen auf die neuen Herausforderungen einstellen konnten. Noch mögen Fachkräftemangel und mittelfristige Planungsperspektive viele Unternehmen davon abhalten, kurzfristig mit einem Stellenabbau auf Umsatzeinbußen zu reagieren – vor allem wenn dieser Rückgang nur als temporär eingeschätzt wird.

Abb. 3: Anzahl der Erwerbstätigen in Tsd.: tatsächlich, geschätzt und prognostiziert



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB

Abb. 3 zeigt die tatsächliche und erwartete Anzahl der Erwerbstätigen auf Basis von IKB-Modellrechnungen. Im ersten Quartal 2019 waren demnach 370.000 mehr Arbeitskräfte beschäftigt, als angesichts von BIP-

Wachstum und Lohnkosten zu erwarten war. Die Differenz zwischen den tatsächlichen und erwarteten Zahlen ist aufgrund des unerwartet schwachen BIP-Wachstumsverlauf und der eher zögerlichen Unternehmensreaktion nicht überraschend. Ein Stellenabbau dieser Größe (370.000 Personen) würde die saisonbereinigte Arbeitslosenquote von aktuell 5,0 % um rund 0,8 Prozentpunkte erhöhen. Ausgehend von den aktuellen Wachstumsprognosen (Basisszenario) wäre die erwartete Anzahl der Erwerbstätigen aufgrund der Konjunkturerholung allerdings bereits Anfang 2020 erneut auf dem aktuellen Niveau. Da Unternehmen eher abwartend agieren – besonders wenn sich eine stabilisierende Konjunkturerholung abzeichnet –, sollte der Rückgang der Erwerbstätigenzahl geringer ausfallen, als die IKB-Modellrechnung andeutet. Zwar mag in den kommenden Monaten durchaus ein weiterer, aber überschaubarer Anstieg der Arbeitslosenquote zu verzeichnen sein; die Erhöhung sollte sich allerdings nicht als bedeutend bzw. nachhaltig erweisen, und bereits im Verlauf von 2020 sollte die Arbeitslosenquote wieder sinken.

Bleibt die Konjunktur dagegen auch im Jahr 2020 eher schwach (Negativ-Szenario), wäre durchaus ein Anstieg der Arbeitslosenquote auf bis zu 6,5 % möglich, was 600.000 weiteren entfallenden Arbeitsplätzen entspricht – hierfür bedarf es insbesondere im nächsten Jahr allerdings einer negativen Konjunkturerholung.

Tabelle 1: BIP-Wachstum in % zum Vorjahr; Basisszenario und Negativ-Szenario

| | Basisszenario | Negativ-Szenario |
|------|---------------|------------------|
| 2018 | 1,5 | 1,5 |
| 2019 | 0,9 | 0,4 |
| 2020 | 1,5 | 0,3 |

Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB

Fazit: Trotz der positiven Entwicklung der deutschen Arbeitslosenquote in den letzten Jahren reagiert der Arbeitsmarkt nach wie vor sensibel auf Konjunkturzyklen. Aktuell zeigen sich die Unternehmen zwar angesichts des Fachkräftemangels und der Erwartungen auf eine baldige Konjunkturbelebung zurückhaltend und abwartend beim Stellenabbau. Dies belastet jedoch in einem Umfeld niedriger Produktivität und kräftiger Lohnanstiege die Gewinnmargen der Unternehmen. Daher sollte die Arbeitslosenquote in den kommenden Monaten steigen – womöglich auf bis zu 5,8 %. Bei einer baldigen konjunkturellen Erholung wäre dieser Anstieg jedoch kurzfristig und könnte durchaus moderater ausfallen. Enttäuscht die Konjunktur hingegen auch im nächsten Jahr, ist 2020 eine Arbeitslosenquote von über 6 % möglich.

Dr. Klaus Bauknecht, Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

| | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P |
|-------------|------|------|-------|-------|
| Deutschland | 2,5% | 1,5% | 0,6% | 1,2% |
| Euro-Zone | 2,5% | 1,8% | 1,2% | 1,5% |
| UK | 1,8% | 1,4% | 1,3% | 0,7% |
| USA | 2,2% | 2,9% | 2,6% | 2,0% |
| Japan | 1,9% | 0,8% | 0,7% | 0,6% |
| China | 6,8% | 6,6% | 6,3% | 6,0% |

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

| | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P |
|-------------|------|------|-------|-------|
| Deutschland | 1,5% | 1,7% | 1,5% | 1,4% |
| Euro-Zone | 1,5% | 1,8% | 1,3% | 1,4% |
| UK | 2,7% | 2,5% | 1,9% | 2,1% |
| USA | 2,1% | 2,4% | 1,7% | 2,1% |
| Japan | 0,5% | 1,0% | 1,1% | 1,5% |
| China | 1,6% | 2,2% | 2,3% | 2,2% |

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

| | 25-Jul | in 3M | Ende 2019 | Ende 2020 |
|------------------------|--------|-------|-----------|-----------|
| 3M-Euribor | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,3 |
| 3M-USD-Libor | 2,3 | 2,2 | 2,0 | 1,2 |
| 10-Jahre Bund | -0,4 | -0,3 | -0,2 | 0,0 |
| 10-Jahre U.S. Treasury | 2,0 | 2,1 | 2,0 | 1,8 |

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

| | 25-Jul | in 3M | Ende 2019 | Ende 2020 |
|---------|--------|-------|-----------|-----------|
| EUR/USD | 1,11 | 1,13 | 1,15 | 1,25 |
| EUR/GBP | 0,89 | 0,89 | 0,90 | 0,93 |
| EUR/JPY | 120 | 124 | 125 | 133 |
| EUR/CHF | 1,10 | 1,11 | 1,12 | 1,17 |
| EUR/HUF | 325 | 327 | 326 | 320 |
| EUR/CZK | 25,5 | 25,8 | 25,7 | 26,2 |
| EUR/TRY | 6,37 | 6,45 | 6,60 | 7,40 |
| EUR/PLN | 4,25 | 4,27 | 4,28 | 4,38 |
| EUR/RUB | 70,5 | 70,8 | 72,2 | 76,7 |
| EUR/MXN | 21,2 | 21,6 | 21,9 | 22,6 |
| EUR/ZAR | 15,5 | 15,5 | 16,1 | 17,6 |
| EUR/CNY | 7,66 | 7,77 | 7,87 | 8,25 |
| EUR/CAD | 1,46 | 1,48 | 1,48 | 1,54 |
| EUR/AUD | 1,60 | 1,61 | 1,62 | 1,65 |

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) EZB; FRED und IKB-Prognosen (in 3M; 6M; Ende 2019)

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

Juli 2019

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. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz