

Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

Volkswirtschaft und Research IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Klaus Bauknecht
Chefvolkswirt
+49 211 8221 4118
Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Dr. Carolin Vogt
+49 211 8221 4492
Carolin.Vogt@ikb.de

Eugenia Wiebe
+49 211 8221 3174
Eugenia.Wiebe@ikb.de

Deutsche Konjunktur: Hoffen auf die zweite Jahreshälfte **2**

Stimmungseintrübung signalisiert schwaches erstes Quartal 2021 • Erneuter BIP-Rückgang im ersten Quartal 2021 ist unvermeidbar • Erholung ab der zweiten Jahreshälfte bleibt wahrscheinlich • Erfolgreiche Impfkampagne ist Voraussetzung

Kapitalmärkte: Spendable Geld- und Fiskalpolitik schaffen viel Rückenwind, was trotz steigender Schuldenquoten für keinen kurzfristigen Handlungsdruck sorgt **4**

Krisenbekämpfung hat Staatseinfluss erhöht • Krisenpolitik – Gefahr der Verdrängung von Wachstumspolitik • EZB bleibt vorerst Krisenmodus • Hohe Staatschulden zwingen EZB zu niedrigen Zinsen • Ein möglicher Widerspruch zum Inflationsziel der EZB

Verarbeitendes Gewerbe: Vor dem Aufbruch kommt der Einbruch **6**

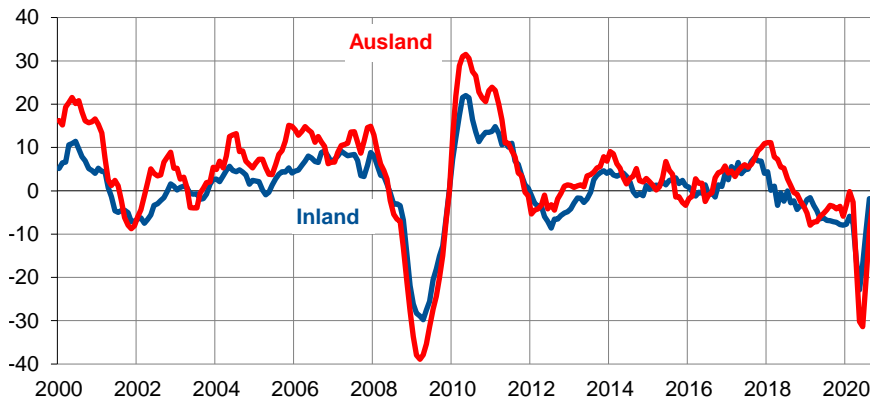
Industrie erwies sich bisher als Stütze in der Krise • Zunehmende Globalisierung des zweiten Lockdown dürfte Industrie belasten • Industrieunternehmen befanden sich bereits vor der Coronavirus-Krise in einer Schwächephase • Insolvenzrisiko steigt für bereits belastete Unternehmen

EZB-Politik: Im Dilemma zwischen Inflation, Zinsen und Schulden **9**

Es besteht allgemein Übereinstimmung, Inflation wird 2021/22 steigen • Schuldenquoten werden aber für einige Euro-Staaten hoch bleiben • EZB steht vor Dilemma, Inflation mit höheren Zinsen bekämpfen, oder die Schuldentragfähigkeit mit niedrigen Zinsen sichern

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



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

BIP-Wachstum

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

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

Deutsche Konjunktur: Hoffen auf die zweite Jahreshälfte

Angesichts des aktuellen Lockdowns hält sich die Stimmung der Unternehmen insgesamt noch relativ gut, auch wenn sich das ifo Geschäftsklima eingetrübt hat, und Geschäftslage sowie Erwartungen im Januar schwächer eingeschätzt werden. Die Eintrübung sollte sich in den kommenden Monaten fortsetzen. Ein BIP-Rückgang im ersten Quartal 2021 scheint unausweichlich. Selbst das Verarbeitende Gewerbe, das während der zweiten Corona-Welle bisher eine konjunkturelle Stütze gewesen ist, wird im ersten Quartal 2021 infolge der global nachlassenden Wachstumsdynamik einen Rückgang der Produktion hinnehmen müssen.

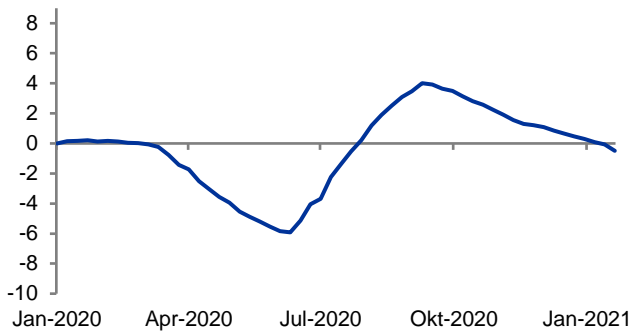
Der Ausblick für das Gesamtjahr 2021 hängt von einer sich beschleunigenden und effektiven Impfkampagne ab, welche die deutsche sowie globale Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte zu einer deutlich höheren Wachstumsdynamik führen sollte. Für die deutsche Wirtschaft erwartet die IKB weiterhin ein BIP-Wachstum von rund 4,5 % sowie eine deutliche Produktionssteigerung des Verarbeitenden Gewerbes in der zweiten Jahreshälfte 2021.

Erstes Quartal 2021: Rückgang von BIP und Produktion des Verarbeitenden Gewerbes zu erwarten

Einkaufsmanager-Indizes, Auftragseingänge und Produktion der Industrie – noch zeigen sie alle einen stabilen Verlauf, der hoffen lässt, dass die Auswirkungen des zweiten Lockdowns größtenteils am Verarbeitenden Gewerbe vorübergehen. Doch die Zahlen sind wie ein Rückspiegel und deshalb kein Hinweis auf den Verlauf der deutschen Produktion in den kommenden Monaten. Fakt ist, dass die inländische Wirtschaft in den ersten zwei Monaten des laufenden Quartals eingeschränkt ist und sein wird. Dies wird den privaten Konsum belasten und damit zu einem BIP-Rückgang im ersten Quartal führen. Entscheidend für das deutsche Verarbeitende Gewerbe wird sein, in welchem Maße sich weltweiter Handel und Industrieproduktion als stabil bzw. als Anker der Konjunktur erweisen. Während des ersten Lockdowns im zweiten Quartal 2020 kam es zu erheblichen Belastungen, da die Weltwirtschaft einen synchronen Abschwung erlebte und Landesgrenzen geschlossen wurden. Zwar ist ein derartiger wirtschaftlicher Einbruch unwahrscheinlich, dennoch belasten die weltweit zunehmenden Lockdown-Maßnahmen die Erholung der einzelnen Volkswirtschaften und damit den Ausblick für die deutschen Exportmärkte im ersten Quartal.

Anders als im zweiten Quartal 2020 sollte der aktuelle Lockdown aber zu keiner globalen Erstarrung von Handel, Produktion und Lieferketten führen. Ein fast kompletter Stillstand der deutschen Automobilproduktion sollte ebenfalls vermieden werden, da die Nachfrage durch die anhaltende Öffnung des Pkw-Einzelhandels nur begrenzt betroffen ist. Auch wird die Wachstumsdynamik in China eine Stütze des Welthandels bleiben. Allerdings wurde die überraschend starke Aufholtdynamik des deutschen Verarbeitenden Gewerbes im dritten Quartal 2020 durch die weltweit synchrone Belebung der Industrie maßgeblich gestützt. Eine derartige Dynamik wird allerdings im ersten Quartal 2021 trotz niedriger Produktionsniveaus in vielen Ländern ausfallen.

Deutschland: Wöchentlicher Aktivitätsindex



Aktivitätsindex für die letzten dreizehn Wochen = WAI-implizierte BIP-Wachstumsrate für die letzten dreizehn Wochen (rd. 1 Quartal)

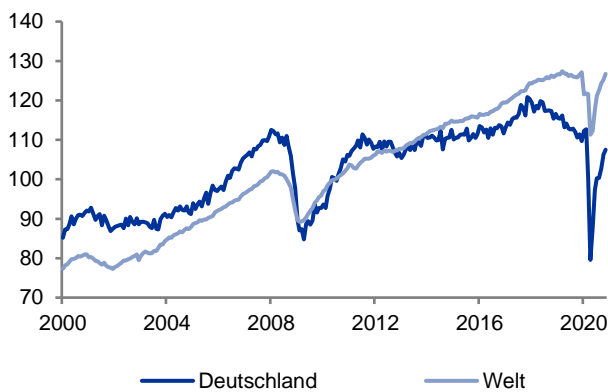
Quelle: Deutsche Bundesbank



Die bis November 2020 vorliegenden Daten deuten auf eine dynamische weltweite Industrieproduktion hin. Auch das deutsche Verarbeitende Gewerbe blieb im Aufwärtstrend. Bei einer Abschwächung der Weltkonjunktur wird sich die deutsche Industrie nicht entkoppeln können – vor allem nicht über mehrere Monate und über alle Branchen.

Die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes und die Stimmung der Unternehmen werden also in Deutschland im ersten Quartal 2021 zunehmend belastet sein, wenn auch weniger stark als während des ersten Lockdowns. Dies bedeutet, dass sich die Wirtschaftsindikatoren in den kommenden Monaten eintrüben werden – auch beim Verarbeitenden Gewerbe, das ja bisher als Stütze der wirtschaftlichen Entwicklung im zweiten Lockdown galt. Der Wirtschaftsaktivitätsindex der Bundesbank deutet dies bereits klar an. Er verschlechtert sich im Trend weiter und signalisiert auf einen BIP-Rückgang im ersten Quartal 2021 hin.

Industrieproduktion (ohne Bau), 2010 = 100



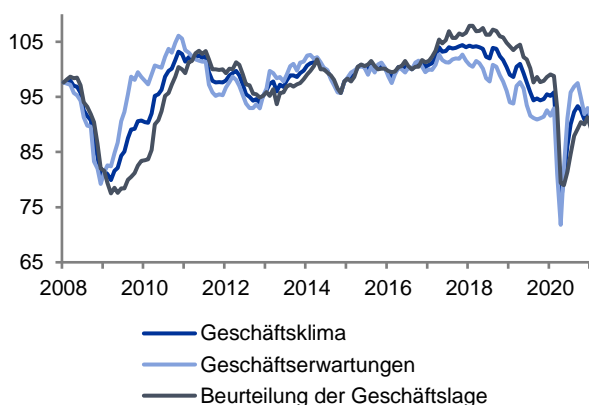
Quelle: CPB Netherlands



**Aktuelles ifo Geschäftsklima bestätigt
Ausblick für ein schwaches erstes Quartal**

Die Stimmung der deutschen Unternehmen hat sich im Januar 2021 wieder eingetrübt, nachdem sie sich im Dezember mit der Aussicht auf zügige Impfungen aufgehellt hatte. Das ifo Geschäftsklima gab um 2,1 Punkte nach. Dabei verschlechterten sich sowohl die Geschäftsperspektiven (-1,7 Punkte) also auch die Einschätzung der aktuellen Lage (-2,1 Punkte). Damit signalisiert auch das ifo Geschäftsklima, dass die zweite Corona-Welle die Erholung der deutschen Wirtschaft vorläufig beendet hat. Und dies gilt auch für das Verarbeitende Gewerbe: Nach zuletzt acht Anstiegen in Folge ist der Index erstmals wieder gesunken. Verantwortlich hierfür waren deutlich weniger optimistische Erwartungen. Mit dem anhaltenden Lockdown und zunehmenden Belastungen für den Welthandel dürfte sich allerdings auch die Lageeinschätzung in den nächsten Monaten zunehmend eintrüben. Damit signalisiert das ifo Geschäftsklima ebenfalls ein schwieriges erstes Vierteljahr 2021 für die deutsche Industrie – bevor dann in der zweiten Jahreshälfte mit steigender Impfquote und der Erholung der Weltwirtschaft die Belebung einsetzt (*siehe Beitrag S. 6*).

Deutschland: ifo Geschäftsklima, 2015 = 100

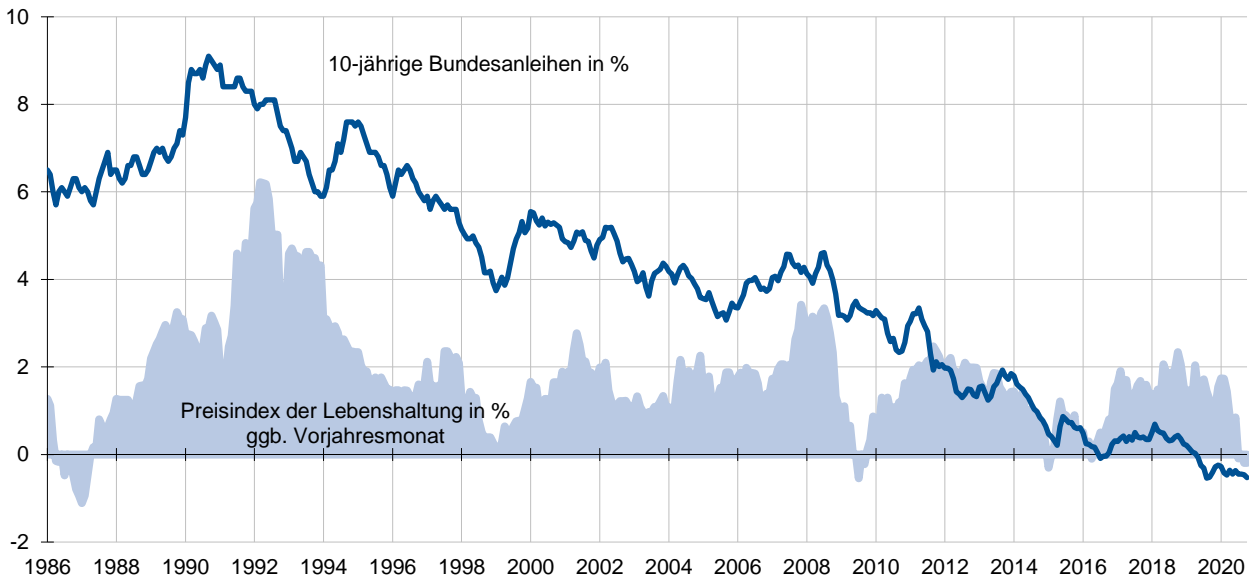


kalender- und saisonbereinigt

Quelle: ifo



Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

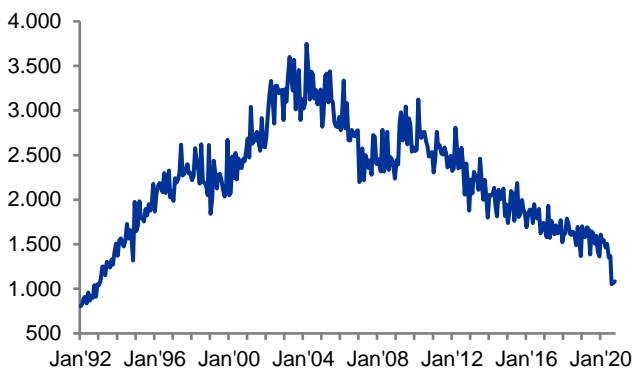


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Spendable Geld- und Fiskalpolitik schaffen viel Rückenwind, ...

Deutschland: Zahl der Unternehmensinsolvenzen



Quelle: Statistisches Bundesamt

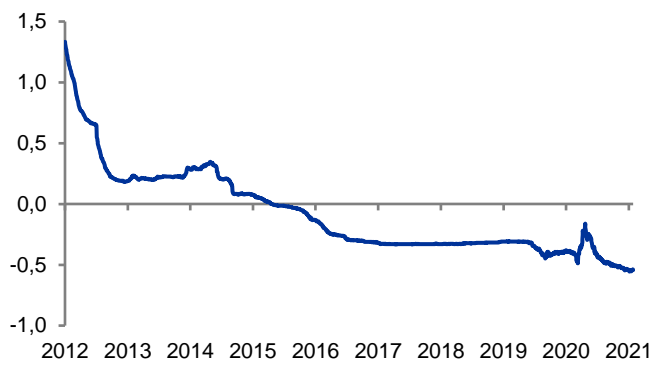


Das ifo Geschäftsklima hat im Januar eingeleitet, was zu erwarten war: Die Stimmung trübt sich infolge der lokalen sowie globalen Lockdown-Maßnahmen erneut ein (*siehe Beitrag S. 6*). Eintrübende Stimmungskennzeichen sollten aber Zweifel an der Konjunkturerholung im Verlauf von 2021/22 nicht zunehmen lassen. Der DAX-Aktienindex reagierte kurzfristig nervös infolge schlechterer Konjunkturdaten, aber im weiteren Verlauf wurden die Kurse eher als Kaufopportunität gesehen, dennoch Nervosität bleibt. Die Konjunktur wird sich ab dem zweiten Quartal, sicherlich aber in der zweiten Jahreshälfte infolge der Verbreitung von Impfungen und der globalen Erholung aufhellen.

Die EZB bleibt hingegen noch bis zum ersten Quartal 2022 im absoluten Krisenmodus und bläht ihre Bilanz weiter auf. So sind es nicht nur die Impfkampagnen und die globale Konjunktur, sondern auch eine außerordentlich unterstützende Geld- und Fiskalpolitik, die den Rahmen für eine bedeutende wirtschaftliche Erholung im Jahr 2021/22 legen – konjunkturell wohl gemerkt. Ein enormer Anstieg der Schuldenquoten ist die Folge. So wird erwartet, dass die Schuldenquoten in der Euro-Zone von 85,9 % im Jahr 2019 auf 102 % im Jahr 2021 ansteigen wird. Krisenbekämpfung ist in vielen Ländern in der Tat Staatsangelegenheit geworden – und dies nicht nur in gewohnter keynesianischer Manier auf Makro-, sondern auch auf Mikroebene. Auch in Deutschland werden negative Konsequenzen für Haushalte oder Unternehmen durch eine Vielzahl an Stützungsmaßnahmen zunehmend verstaatlicht. Kurzarbeitergeld, Staatsgarantien zur Liquiditätssicherung und Aussetzung der Insolvenzanmeldspflicht sind nur einige Beispiele hierfür. Was genau ein zu vermeidender Schaden ist und was notwendige strukturelle Anpassungen sind, ist jedoch oft nicht deutlich differenzierbar. Globalisierung, Spezialisierung und Digitalisierung sind alles Begriffe, deren weitere Entwicklung die Corona-Pandemie sicherlich nachhaltig beeinflussen werden. Entscheidend für eine erfolgreiche Veränderung wird hierbei die Flexibilität und der politische Wille sein, wachstumsfördernde Veränderungen anzugehen, und sie nicht pauschal durch Krisenpolitik zu verdrängen. Eine ermutigende Entwicklung in diesem Zusammenhang ist die Umweltpolitik. So scheint die Corona-Pandemie ein positiver Katalysator für eine Strategie der nachhaltigen Investitionen in der EU zu sein.

... was trotz steigender Schuldenquoten für keinen kurzfristigen Handlungsdruck sorgt

Euro-Zone: 3-Monats-Euribor in %

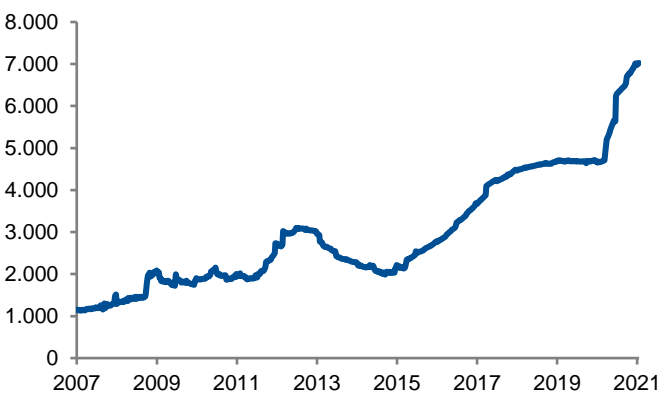


Quelle: Bloomberg



In den 1990er-Jahren hat vor allem die US-Geldpolitik den Ruf bekommen, jegliche Rezession durch Zinssenkungen zu verhindern. Der berühmte Greenspan Put bedeutete, dass es kein Risiko für die Konjunktur wie Finanzmärkte gibt, da die Notenbank einspringen und die Zinsen senken wird. Mit Zinsen unter 0 % mag der Raum hierfür nun beschränkt sein, was die Rolle auf den Staat legt. Dieser kann den Erwartungen allerdings nur gerecht werden, da die europäische Notenbank eine außerordentliche Geldpolitik der negativen Zinsen und Bilanzaufblähung betreibt.

EZB-Bilanz in Mrd. €



Quelle: Bloomberg



Doch wie sind die höheren Schuldenquoten der Staaten zu handhaben? Mit einer niedrigen effektiven Zinslast ist die absolute Höhe der Schuldenquote weniger bedeutend. Dank der EZB und ihrer Bilanzausweitung gibt es selbst auf Sicht keinen akuten Handlungsbedarf für die Staaten, Konsolidierungsmaßnahmen einzuleiten, um ihre Zins- bzw. Schuldenlast tragbar zu machen. Hohe Schuldenquoten werden also ein Teil der Eurozone bleiben. Dies heißt aber im Umkehrschluss, dass die Zinsen noch auf lange Sicht nicht nachhaltig ansteigen dürfen oder wenn sie es tun, dies die Folge von anhaltendem Wachstum ist. Denn nur dann ist die Schuldentragfähigkeit perspektivisch gegeben.

Euro-Zone: Inflation in % zum Vorjahr



Quelle: Eurostat



Der Kapitalmarkt würde jedoch bei den aktuellen Renditen die Defizite vieler Euro-Staaten nicht finanzieren. Dies hat weniger mit der Länderbonität zu tun als mit den langfristigen Erwartungen über Konjunktur und Inflation. Wie lange die EZB den Deckel auf den Zinskurven durch massive Aufkaufprogramme draufhalten kann, ist abzuwarten. Eine steigende Inflation, auch wenn dies immer wieder von der EZB als gewünschtes Ziel angekündigt wird, mag sich diesbezüglich als wenig hilfreich erweisen (siehe Beitrag S. 8). Klar ist, dass eine Reduzierung der EZB-Bilanzsumme noch auf lange Sicht keine Option sein wird. Jegliche Tilgungen werden also noch auf Dauer reinvestiert, um nicht unnötigen Aufwärtsdruck auf Renditen auszuüben.

Ultimativ wird es jedoch Lösungen außerhalb der Geldpolitik geben müssen, wenn die EZB das Ziel einer stabilen Inflationsrate erfolgreich verfolgen will. Hierzu mag der durch Corona induzierte Schritt von EU-Anleihen ein wichtiger erster Impuls sein. Auch hier erweist sich die Pandemie als Katalysator – ob im positiven oder eher negativen Sinne ist weniger eindeutig.

Verarbeitendes Gewerbe: Vor dem Aufbruch kommt der Einbruch

Fazit: Nach dem Corona-bedingten Einbruch im Frühjahr 2020 hat sich das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland in der zweiten Jahreshälfte 2020 als Anker der konjunkturellen Stabilität erwiesen.

Doch die zunehmende Globalisierung des zweiten aktuellen Lockdowns wird die Industrie erneut treffen und dürfte zu einem Rückgang der Industrieproduktion und des BIP im ersten Quartal 2021 führen. Da sich das deutsche Verarbeitende Gewerbe schon seit mehreren Jahren auf einem Abwärtspfad befindet und die Unternehmen bereits geschwächt waren, hat die Insolvenzgefahr überproportional zugenommen.

Allerdings sollte die erwartete allgemeine Erholung ab der zweiten Jahreshälfte 2021 dem Verarbeitenden Gewerbe unter die Arme greifen und auch im nächsten Jahr für ein kräftiges, konjunkturelles Wachstum sorgen. Nach dem Einbruch der Industrieproduktion um 11 % im Jahr 2020 erwartet die IKB für 2021 ein Wachstum von rd. 10 %. Kurzfristig werden die Daten aus der deutschen Industrie allerdings enttäuschen.

Das Verarbeitende Gewerbe wird aufgrund der schnellen Erholung im Sommer 2020 und aktuell stabiler Produktionszahlen als Anker der Stabilität im aktuellen Lockdown wahrgenommen. Doch bevor deutliche Wachstumsschübe zu erwarten sind, wird auch die Industrie im ersten Quartal 2021 infolge globaler Entwicklungen einen Dämpfer erhalten. Wie sind die jüngsten Produktionszahlen zu bewerten, und wie ist der Ausblick für die deutsche Industrie in den kommenden Monaten sowie für das Gesamtjahr 2021?

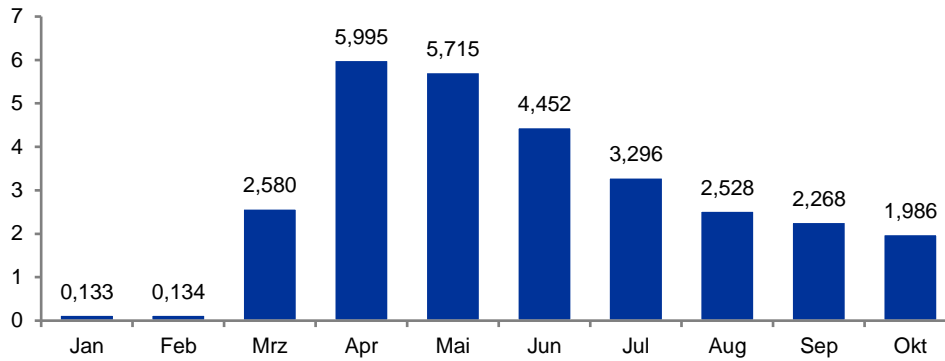
Über den Tellerrand hinaus wird der konjunkturelle Ausblick positiv

Die Sorge um die absehbare Verlängerung und gegebenenfalls Verschärfung des zweiten Lockdowns über den Januar hinaus lässt wieder einmal viele Wachstumsprognosen obsolet werden. Zwar konnte ein Rückgang des deutschen BIP im vierten Quartal verhindert werden, und die deutsche Wirtschaft hat sich damit 2020 besser „geschlagen“, als allgemein erwartet wurde (BIP-Veränderungsrate 2020: -5,3 % kalenderbereinigt). Der aktuelle, harte Lockdown, der nicht mehr in die Ferienzeit fällt, sollte allerdings das BIP im ersten Quartal erheblich belasten. Mit der zunehmenden Wahrscheinlichkeit einer Verlängerung bis nach Februar hinein ist zu erwarten, dass die gesamtwirtschaftliche Leistung im ersten Quartal 2021 erneut schrumpfen könnte. Hinzu kommt die anhaltende Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Pandemie. Zwar wird auf Grundlage der Impfkampagnen für die zweite Jahreshälfte weiterhin von einer hohen Wachstumsdynamik ausgegangen, die erste Jahreshälfte ist jedoch mit hoher Unsicherheit behaftet.

Doch auch wenn die aktuelle Stimmung durch den Lockdown und anhaltend hohe Infektionszahlen belastet wird, so sollte dennoch der Konjunkturausblick wahrscheinlich für das zweite Quartal 2021 und insbesondere für die darauffolgenden Quartale unbeirrt als durchaus positiv gesehen werden. Denn auch die globale Konjunktur wird in der zweiten Jahreshälfte zunehmend für weitere und bedeutende Wachstumsimpulse sorgen. Diese gehen aktuell vor allem von China aus, werden aber im Verlauf von 2021 und mit steigender Immunisierung generell für Industrie- und Schwellenländer gelten. Hinzu kommt eine steigende Binnennachfrage aufgrund erheblicher Nachholeffekte. Starkes Exportwachstum, eine anhaltend unterstützende Fiskalpolitik und ein kräftiger privater Konsum weisen auf bedeutende Konjunkturimpulse für die deutsche Wirtschaft spätestens im zweiten Halbjahr 2021 hin.

Somit ist auch davon auszugehen, dass die Anzahl der Kurzarbeiter bis Ende des Jahres auf Normalniveau zurückkehrt. Laut der Bundesagentur für Arbeit hat sie sich bereits von rund 6 Mio. Personen im April 2020 auf rund 2 Mio. Kurzarbeiter im Oktober 2020 reduziert. Zwar mag sich der Rückgang in den kommenden Monaten deutlich verlangsamen. Die Konjunkturerwartungen für die zweite Jahreshälfte lassen dennoch auf ein historisch normales Niveau an Kurzarbeit bis Ende 2021 schließen. So erwartet die IKB weiterhin und trotz eines wahrscheinlichen BIP-Rückgangs im ersten Quartal ein BIP-Wachstum von ca. 4,5 % im Gesamtjahr 2021. Das Vorkrisen-BIP-Niveau sollte in der zweiten Hälfte 2021 erreicht werden.

Abb. 1: Anzahl der Kurzarbeiter in Mio., 2020



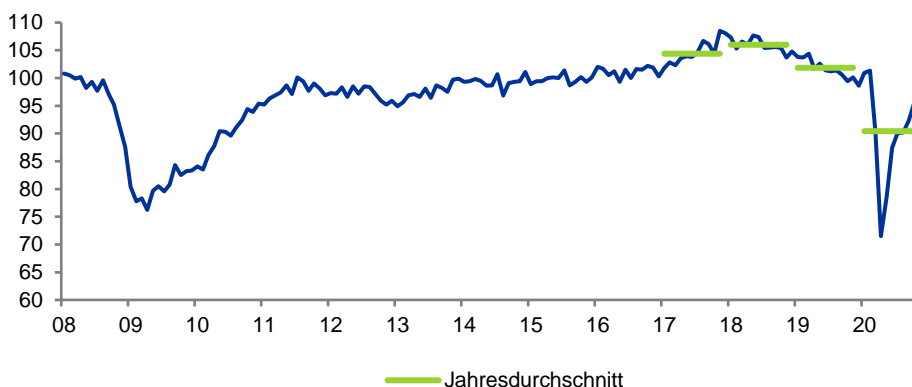
Quelle: Bundesagentur für Arbeit, ab Juli Hochrechnungen; Stand Dez. 2020

Verarbeitendes Gewerbe 2021 – zwischen Lockdown und Aufbruchstimmung

Dass die Wirtschaft im vierten Quartal 2020 nicht geschrumpft ist, wird vor allem der robusten Entwicklung im Verarbeitenden Gewerbe zugeschrieben. Die Industrieproduktion vollzog im Jahr 2020 eine deutliche und überraschend positive Aufholung. Doch liegen bisher nur Produktionszahlen bis November vor, also aus der Zeit vor dem zweiten harten Lockdown. Auch betrifft der Lockdown nicht nur das Inland, er hat inzwischen wieder eine globale Dimension erreicht. Steigende Infektionszahlen und Gegenmaßnahmen belasten zunehmend die Konjunktur aller bedeutenden Absatzmärkte. China stellt zwar weiterhin eine wichtige und stabile Säule der globalen Konjunktur dar, was vielen deutschen Unternehmen, die in China für den lokalen Markt produzieren, hilft. Für den deutschen Export insgesamt sind allerdings andere Absatzmärkte wie die USA, Großbritannien oder die EU von größerer Bedeutung. In diesen Märkten trübt sich die Konjunktur im Vergleich zum vierten Quartal deutlich ein.

Die Konjunktur für das Verarbeitende Gewerbe und den deutschen Export wird sich im ersten Quartal 2021 erneut eintrüben, was auch einen Rückgang der Industrieproduktion und des BIP in Deutschland mit sich bringen sollte. Verstärkt wird dies durch einen erneut zurückhaltenden Konsum bzw. ein erzwungenes Sparverhalten. Der weiterhin robuste Welthandel sowie die chinesische Konjunktur sollten allerdings einen Einbruch wie im ersten Lockdown verhindern. **Auch wenn das Verarbeitende Gewerbe ein großer Profiteur der globalen Belebung in der zweiten Jahreshälfte 2021 sein wird, ergeben sich dennoch enorme Herausforderungen in den kommenden Monaten, denn die zunehmende Globalisierung des Lockdowns wird mehr und mehr die Industrie belasten, und ist damit nicht mehr nur ein Thema für konsumnahe Dienstleistungsbranchen.**

Abb. 2: Produktion des Verarbeitenden Gewerbes, 2015 = 100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Lange Talfahrt des Verarbeitenden Gewerbes erhöht Insolvenzrisiko überproportional

Nun mag argumentiert werden, die kommenden Monate sollten nicht überbewertet werden – vor allem im Kontext der erwarteten Erholung in der zweiten Jahreshälfte. Doch das Verarbeitende Gewerbe hat schon eine lange Talfahrt hinter sich. Und wer zudem argumentiert, die Produktion hätte schon fast wieder ihr Vorkrisenniveau erreicht, verkennt die Situation. Das deutsche Verarbeitende Gewerbe befand sich bereits im Jahr 2019 mit einem Produktionsrückgang von über 4 % in einer schweren Rezession. Selbst ein Erreichen des Vorkrisenniveaus auf den Stand von 2019 bedeutet demnach keine hohe Auslastung der Produktionskapazitäten. Das höchste Produktionsniveau war saisonbereinigt Ende 2017 erreicht. Somit befindet sich die deutsche Industrie bereits seit drei Jahren auf einem Abwärtspfad. Im November 2020 lag das Produktionsniveau fast 11 % unter dem von Ende 2017. In der Automobilindustrie beträgt das Minus sogar über 20 %, im Maschinenbau rund -16 %, in der Chemie- und Elektroindustrie sind es -7 % bzw. -8,5 %.

Die Coronakrise ist nur einer – wenn auch im Jahr 2020 der bedeutendste – von vielen Treibern eines schon länger anhaltenden Rückgangs der deutschen Industrieproduktion. Konjunkturelle sowie strukturelle Themen spielen hierbei sicherlich auch eine Rolle. Deshalb ist ein erneuter Rückgang im ersten Quartal auch nicht zu banalisieren. Die Finanzkennzahlen vieler Unternehmen haben sich in den letzten Jahren bereits deutlich verschlechtert. **Das Insolvenzrisiko für Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes infolge einer erneuten Talfahrt im ersten Quartal ist deshalb um einiges höher als es alleine die zu erwartenden Zahlen für das erste Quartal vermuten lassen, da die Unternehmen bereits durch die Vorjahre geschwächt sind. Aufgrund des Abwärtstrends in der Industrie in den letzten Jahren ist eine globale kräftige Konjunkturerholung im weiteren Verlauf von 2021 besonders wichtig**, um das deutsche Verarbeitende Gewerbe aus der aktuellen Rezession zu befreien, die Insolvenzgefahr zu mindern und die Transformation zu nachhaltigem Wachstum voranzutreiben (siehe [IKB-Kapitalmarkt-News 12. November 2020](#)).

Geldpolitik: EZB im Dilemma zwischen Inflation, Zinsen und Schulden

Fazit: In den letzten Jahren hatte die EZB viel Handlungsspielraum, da sich die Wechselwirkung zwischen Geldpolitik und Verbraucherpreisinflation kaum bemerkbar machte. Die enorme Bilanzausweitung und die anhaltende Senkung der Zinslast für die Euro-Staaten standen somit in keinem direkten Widerspruch zum Inflationsziel. Auch hatten geldpolitische Übertreibungen keine direkten Konsequenzen für die Mandatserfüllung der EZB.

Die aktuelle Konjunkturkrise sollte sich legen, und die Inflationsrate dürfte in den Jahren 2021 und 2022 steigen. Damit könnte sich durch die anziehende Inflation ein Dilemma für die EZB ergeben. Denn das Ausmaß der EZB-Bilanzsumme und die Höhe der Schuldenquoten vieler Euro-Länder lassen an der Fähigkeit und Bereitschaft der EZB zweifeln, einer steigenden Inflation effektiv die Stirn bieten zu können. Dies kann dazu führen, dass die EZB eine Anpassung des Inflationsziels vornimmt. Bundrenditen sollten hingegen weiter nach oben tendieren.

Bundrenditen: Korrektur im Jahr 2021 unausweichlich?

Die aktuelle Inflationsrate in der Euro-Zone (-0,3 % im November 2020, 0,3 % im Gesamtjahr 2020) spiegelt den konjunkturellen Einfluss der Coronakrise. Doch im Verlauf von 2021 wird die Teuerung zulegen, darüber scheint bei allen Prognostikern Konsens zu herrschen. Dies gilt für Deutschland wie für die Euro-Zone. Mit der erwarteten Konjunkturerholung könnte die Stärke des Anstiegs sogar überraschen – vor allem im Jahr 2022. Zwar dürfte dann wieder einmal die Frage aufkommen, wie nachhaltig die höhere Inflation sein wird. Dennoch sollte die EZB gerade infolge der zunehmenden Teuerung vor neuen Herausforderungen stehen – mit steigenden Bundrenditen als Folge.

Abb. 1: Euro-Zone – Inflationsrate in %, vierteljährlich



Quellen: Eurostat; IKB-Prognose

Geringer Einfluss schafft Handlungsspielraum, ...

Die EZB betont zwar immer wieder, dass eine Inflationsrate von nahe, aber unter 2 % weiterhin ihr Ziel ist. Doch würde die Inflationsrate überzeugend zulegen, könnte dies die europäische Notenbank in ein Dilemma bringen. Denn **der indirekte und vor allem in Krisenzeiten kaum effektive Transmissionsmechanismus zwischen Geldpolitik und Inflation hat der EZB in den letzten Jahren viel Handlungsspielraum ermöglicht.** So konnte sie ihre Politik des billigen Geldes, das den Euro-Staaten jeglichen Druck bezüglich ihrer Schuldentragfähigkeit genommen hat, durch einen fehlenden nachhaltigen Inflationsanstieg rechtfertigen. Tatsächlich notiert die Inflationsrate in der Euro-Zone seit der Finanzkrise deutlich unter dem EZB-Inflationsziel. Auch die aktuelle Inflationsrate ist weit entfernt von der Zielmarke, sodass der EZB bezüglich weiterer Maßnahmen keine Grenzen gesetzt sind. Dies birgt aber die Gefahr einer Überreaktion – vor allem wenn berücksichtigt wird, dass der geldpolitische Einfluss zeitverzögert stattfindet und sich nicht nur in einer höheren Verbraucherpreisinflation zeigt.

... steigende Inflation bringt ein Dilemma

Mit der erwarteten deutlichen Konjunkturerholung ab Mitte 2021 und einer steigenden Inflationsrate im Verlauf von 2021 könnte bzw. sollte die bis März 2022 anhaltende Ausweitung der EZB-Bilanz

zunehmend als Übertreibung gesehen werden. Eine Überreaktion der Geldpolitik im Jahr 2021/22 mag anfänglich als wenig kritisch gesehen werden. Schließlich verhält sich die Geldpolitik wie eine Schnur – die man immer ziehen, aber eben nicht schieben kann. Doch ist die Schnur zu lang, bringt auch Ziehen wenig – zumindest kurzfristig (siehe *Prof. Sinn. Weihnachtsvorlesung 2020*). Dann wäre ein Inflationsanstieg selbst mittelfristig nur schwer zu stoppen.

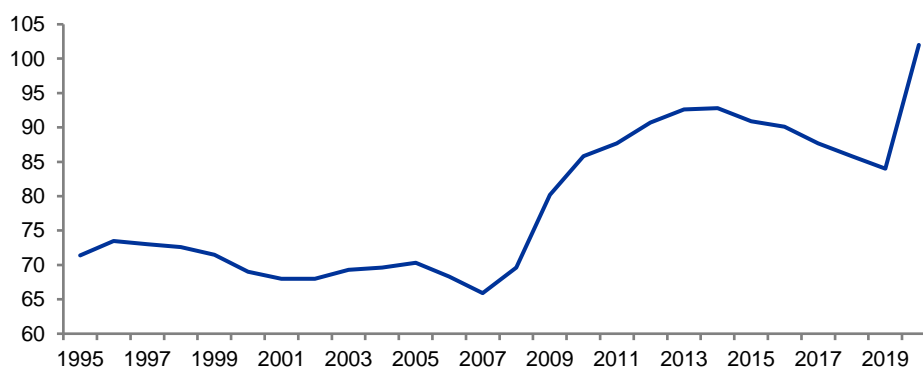
Die Übertreibung der Geldpolitik kann als Folge der enormen Bilanzausweitung gesehen werden, die die EZB nicht ausreichend schnell zurückfahren kann. Möglich ist aber auch, dass die EZB die Zinsen aufgrund der europäischen Schuldenentwicklung gar nicht nachhaltig erhöhen will bzw. kann. Denn die niedrigen Zinsen senken angesichts der deutlichen Ausweitung der Schuldenquoten vieler Staaten entscheidend deren Schuldenlast. Auch wenn die effektive Zinslast in Abhängigkeit der Tilgungsstruktur erst verzögert reagieren dürfte, würde bei grundsätzlich positiv realen Renditen die Schuldentragfähigkeit zunehmend in Frage gestellt werden – vor allem in Ländern mit schwachem Wirtschaftswachstum. **Eine nachhaltig steigende Inflationsrate würde die eingeschränkte Handlungsfreiheit der EZB offenbaren.**

Die Glaubwürdigkeit der EZB könnte somit zunehmend unter Druck geraten. Insbesondere dürfte der Gedanke, die EZB steuere die Geldpolitik allein aus der Inflationperspektive, infolge der erwarteten makroökonomischen Entwicklungen getestet werden. Die Notenbank betont zwar unermüdlich ihr Inflationsziel. Doch in den **letzten Jahren konnte die EZB ausweichen, zwischen steigender Zinslast für Euro-Staaten, höherer Inflation infolge ihres begrenzten Einflussgrads und gebremstem Inflationsdruck abzuwägen.** Das Ziel ändern, um Zeit zu gewinnen? Sicherlich eine Option, um Aufkaufprogramme mehr und mehr als dauerhafte Handlungsoption im Spiel zu halten. Die Konsequenzen einer derartigen Politik sind bereits bekannt. Denn die EZB verursacht mit ihrer jahrelangen Krisenpolitik in Form von negativen Zinsen, Bilanz- und Vermögenspreisanstiegen bedeutende Umverteilungseffekte.

Schuldentragfähigkeit der Euro-Zone nicht durch konventionelle Maßnahmen erreichbar

Mit Blick auf die Schuldenentwicklung gibt die Euro-Zone grundsätzlich ein schlechtes Bild ab: Sechs Jahre ununterbrochenes Wirtschaftswachstum (zwischen 1,4 % und 2,8 %) und anhaltend sinkende Zinsen konnten die Schuldenquote der Euro-Zone nur leicht reduzieren, insbesondere Länder mit hohen Schuldenquoten machten kaum Fortschritte. Nun steigt die Quote infolge der Corona-Pandemie massiv an. **An eine Rückkehr zu den Maastricht-Kriterien mit Hilfe der Fiskalpolitik oder durch Wirtschaftswachstum ist nicht mehr zu denken. Je früher die EU dies erkennt und eine nachhaltige bzw. glaubwürdige Schuldentragfähigkeit ohne die Annahme von dauerhaft extrem niedrigen Zinsen sichern kann, desto schneller bekommt die EZB den Spielraum, den sie braucht, um nicht nur in Zeiten eines ineffektiven Transmissionsmechanismus frei agieren zu können, sondern auch in Zeiten einer perspektivisch steigenden bzw. sich normalisierenden Inflation und Konjunktur.** In der vergangenen Erholungsphase ist dies nicht gelungen. Bisher war der Glaube noch zu groß, dass eine stabile Schuldentragfähigkeit durch Fiskalpolitik möglich ist – wenn die Geldpolitik den Staaten ausreichend Zeit verschafft.

Abb. 2: Euro-Zone – Staatsschulden in % zum BIP



Quelle: Eurostat; 2020-Prognose = EU-Kommission

Steigt die Inflationsrate infolge einer stark anziehenden Nachfrage, wird das nominale BIP kräftig steigen – was die Schuldenquote sinken lässt. Voraussetzung hierfür ist, dass ein nachhaltiger und deutlicher

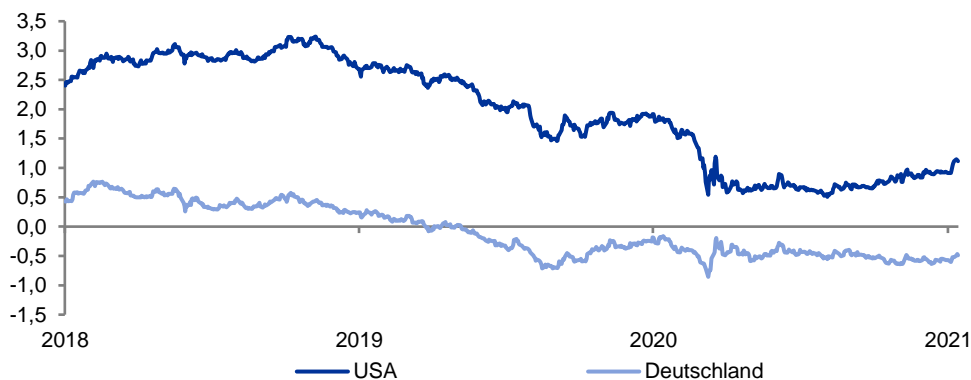
Inflationsanstieg nicht durch steigende Zinsen abgewürgt wird. **Die Geldpolitik muss sich deshalb reaktiv verhalten. Hierfür benötigt sie den legitimen Spielraum. Die Fed stellt sich bereits darauf ein, verweist auf ein durchschnittliches Inflationsziel** und damit auf die Notwendigkeit, in den kommenden Jahren durchaus eine höhere Inflation zuzulassen. Wird dies auch für die EZB eine Option werden? Bei der aktuellen Strategieüberprüfung der EZB spielen solche Überlegungen durchaus eine Rolle (siehe [EZB-Watchers Konferenz](#)).

Steilere Zinskurve unausweichlich

Die EZB-Geldpolitik verzerrt aktuell die gesamte Zinskurve, da sie nicht nur die Kurzfristzinsen kontrolliert, sondern auch langläufige Renditen durch ihr Ankaufprogramm maßgeblich beeinflusst. Aktuell mag das niedrige Niveau der Langfrist-Bundrenditen nicht als abwegig angesehen werden, da die Inflationsrate negativ ausfällt und die europäische Wirtschaft vom Lockdown belastet ist. Mit der erwarteten Konjunkturaufhellung und dem Anstieg der Inflationsrate ist sicherlich spätestens ab Mitte 2021 ein Anziehen der Langfristzinsen zu erwarten. Grundsätzlich wird durch die Beendigung des Aufkaufprogramms im März 2022 eine wichtige Stütze für negative langläufige Bundrenditen wegbrechen, was bereits im Vorfeld zu einer Korrektur führen wird. Denn die aktuellen Renditeniveaus sind mit der zu erwartenden Fundamentalentwicklung von Konjunktur und Inflation unvereinbar.

In den USA ist trotz des Fokus der Fed auf eine durchschnittliche Inflationsrate ein deutlicher Anstieg (mehr als Verdopplung) der 10-jährigen Renditen zu verzeichnen (von um die 0,5 % Anfang August 2020 auf aktuell 1,17 %), während keine Änderung am kurzen Ende der Zinskurve in Sicht ist. Die Stabilisierung der US-Wirtschaft seit dem zweiten Quartal 2020 sowie ein deutlich geringerer Einfluss der Fed auf das lange Ende der Zinskurve sind die Gründe. **Die Fed-Bilanz hat sich zwar von März bis Juli 2020 deutlich ausgeweitet, seitdem ist der Anstieg im Gegensatz zur EZB-Bilanz jedoch deutlich weniger ausgeprägt, sodass der Einflussgrad von fundamentalen Entwicklungen wieder zunimmt** (siehe auch [Federal Reserve Board - Recent balance sheet trends](#)).

Abb. 3: 10-jährige US-Treasury- und Bund-Renditen in %



Quelle: Bloomberg

Um die Renditen niedrig zu halten, könnte die EZB das Aufkaufprogramm erneut verlängern – getrieben eher von steigender als sinkender Inflation. Doch dies scheint selbst für eine EZB, die nach dem Motto „whatever it takes“ agiert, eine extreme Annahme. Die deutsche Zinskurve sollte also im Verlauf von 2021 mit anziehen, insbesondere bei Langfristzinsen. Hier spiegelt sich aber nicht die Erwartung, die Konjunktur in Europa sei langfristig auf einem guten Weg. Vielmehr zeigt die Entwicklung, dass die EZB aktuell das gesamte lange Ende der Kurve bestimmt bzw. manipuliert; mit Abklingen der Krise wird dies nachlassen bzw. die Inflationserwartungen werden wieder mehr Perspektive bekommen. Auch wenn das kurze Ende der Zinskurve aufgrund von Zweifeln an der nachhaltigen Entwicklung von Inflation und Wirtschaftswachstum im negativen Bereich verharren sollte – und dies durch die EZB und ihre Anpassung des Ziels legitimiert wird –, sind mit der absehbaren Beendigung des Aufkaufprogramms höhere Zinsen am langen Ende unausweichlich. Der Konjunktur- und Inflationsausblick in Europa ist nicht so schlecht, wie es 10-jährige Bundrenditen aktuell immer noch signalisieren.

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

	2019	2020P	2021P	2022P
Deutschland	0,6%	-5,3%	4,5%	4,8%
Euro-Zone	1,3%	-7,1%	4,7%	4,3%
UK	1,3%	-11,4%	5,5%	6,1%
USA	2,2%	-3,4%	5,8%	3,0%
Japan	0,8%	-5,3%	2,7%	1,8%
China	6,0%	2,3%	9,2%	5,6%

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

	28. Jan.	in 3M	Ende 2021	Ende 2022
3M-Euribor	-0,54	-0,50	-0,47	-0,47
3M-USD-Libor	0,22	0,24	0,24	0,24
10-Jahre Bund	-0,55	-0,50	-0,20	0,20
10-Jahre U.S. Treasury	1,00	1,10	1,30	1,60

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

	28. Jan.	in 3M	Ende 2021	Ende 2022
EUR/USD	1,21	1,24	1,24	1,15
EUR/GBP	0,89	0,90	0,93	0,89
EUR/JPY	126	129	129	124
EUR/CHF	1,08	1,09	1,11	1,07
EUR/HUF	361	364	364	367
EUR/CZK	26,1	26,3	26,0	25,6
EUR/TRY	8,98	8,90	9,44	10,9
EUR/PLN	4,55	4,52	4,44	4,30
EUR/RUB	92,1	91,0	84,0	82,0
EUR/MXN	24,7	24,6	24,2	23,6
EUR/ZAR	18,6	18,9	19,0	19,2
EUR/CNY	7,84	7,90	7,80	7,40
EUR/CAD	1,55	1,56	1,52	1,46
EUR/AUD	1,59	1,54	1,50	1,48

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

Disclaimer:

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

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

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

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

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

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

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

Januar 2021

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorstand: Dr. Michael Wiedmann (Vorsitzender), Claus Momburg