

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

Deutscher Konjunkturausblick: Überzogener Pessimismus ist nicht angebracht

2

ifo Geschäftsklima hellt sich erneut auf • Nachfragedynamik im dritten Quartal war besser als Mini-BIP-Wachstum suggeriert • Lagerabbau verminderte Wirtschaftsdynamik • Überzogener Pessimismus belastet Ausblick 2020

Kapitalmärkte: 2019 gab den Pessimisten viel Rückenwind, doch es gibt immer weniger Grund für Krisenstimmung

4

Das Jahr 2019 hat konjunkturell negativ überrascht • Erwartungen über eine straffere Geldpolitik haben sich nicht erfüllt • Geldpolitik wurde noch expansiver • Zinsen bleiben noch lange niedrig • Konjunkturrisiken für 2020 bleiben, sollten aber nicht überbewertet werden • Vergleiche mit 2008 sind unangebracht

Konjunkturzyklus der deutschen Industrie: Alles halb so schlimm?

6

Sorgen über Erholungspotenzial der deutschen Industrie halten an • Wo steht die deutsche Industrie tatsächlich? • Schwache Entwicklung 2019 war zur Hälfte konjunkturbedingt • Sondereffekte belasteten zusätzlich • Bodenbildung steht kurz bevor • Aktuelle Zinseinsparungen bei gleichzeitig steigender Steuerlast schaffen Anreize für staatliche Ineffizienz

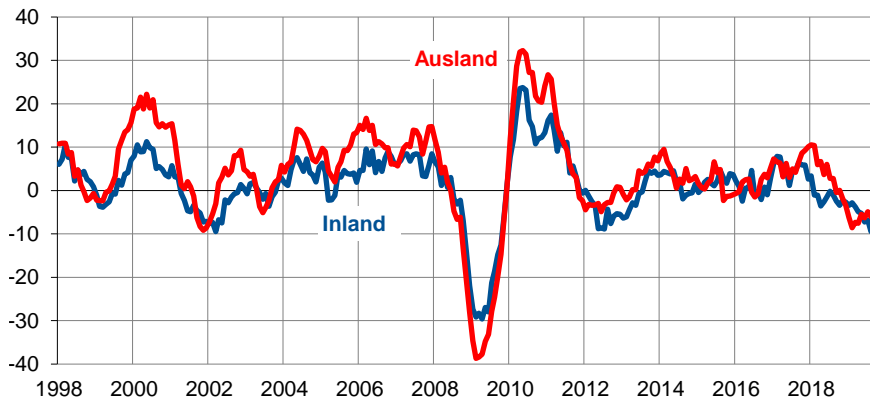
Deutschland: Zeit für ein strukturelles staatliches Haushaltsdefizit?

8

Die Debatte um die Schuldenbremse hält an • Konkrete Regeln und Zielgrößen sind keine Garantie für Stabilität • Sinkende Zinslast ermöglicht Defizit ohne Ausweitung der Schuldenquote • Strukturelles Defizit zunehmend notwendig • Steuersenkung wären sinnvoller als Ausgaben-erhöhung des Staates

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat



IKB-Prognose 2020
Reale Veränderung in %,
saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

Deutschland	0,8
Euro-Zone	1,3
UK	0,7
USA	1,9
Japan	0,5
China	6,0

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

Deutscher Konjunkturausblick: Überzogener Pessimismus ...

ifo Geschäftsklima hellt sich erneut auf

Pessimistische Einschätzungen zur deutschen Konjunktur haben weiterhin Rückenwind. So verweilen die Purchasing Managers Indizes (PMI – Einkaufsmanagerindex) immer noch deutlich unter der kritischen Marke von 50 Punkten. Die Mehrheit der Einkaufsmanager sieht demnach weiterhin eine schwierige Lage bzw. keine aktuelle Aufhellung. Eine mögliche Stimmungswende mag sich dennoch abzeichnen. Denn auch wenn die Mehrheit weiterhin skeptisch bleibt, steigt die Anzahl der Befragten, die für November 2019 eine etwas bessere Entwicklung ausgemacht haben. Dies gilt vor allem für die Industrie.

Während der PMI die aktuelle Lage spiegelt, schaut das ifo Geschäftsklima nach vorne. Von allen Frühindikatoren für die deutsche Wirtschaft hat es die höchste Aussagekraft. Eine Stimmungs- bzw. Konjunkturwende sollte sich demnach zuerst im ifo Index dokumentieren.

Das ifo Geschäftsklima hat sich im November wie erwartet erneut leicht verbessert. Es stieg um 0,4 Punkte auf 95,0 Zähler. Dabei hellten sich die Geschäftsperspektiven recht kräftig auf. Der Index erhöhte sich um 0,5 Zähler auf 92,1 Punkte. Die aktuelle Lage beurteilten die Unternehmen hingegen nur leicht besser als im Oktober; hier gab es einen Anstieg um 0,1 Punkte.

Enttäuscht hat hingegen die klare Stimmungsverschlechterung in der Automobilindustrie. Der Index sank kräftig um 5,5 Zähler. In den vorangegangenen fünf Monaten hatte es hier eine kontinuierliche Aufhellung gegeben. Damit verschlechterte sich im November auch die Stimmung des gesamten Verarbeitenden Gewerbes. Der Industrie-Index sank erneut nach dem zwischenzeitlichen Anstieg im Oktober. Grund hierfür war eine merklich schlechtere Geschäftslage. Die Erwartungen hellten sich hingegen leicht auf. Damit zeigt sich, dass der konjunkturelle Verlauf nicht nur eine Richtung kennt, Rückschläge gehören dazu.

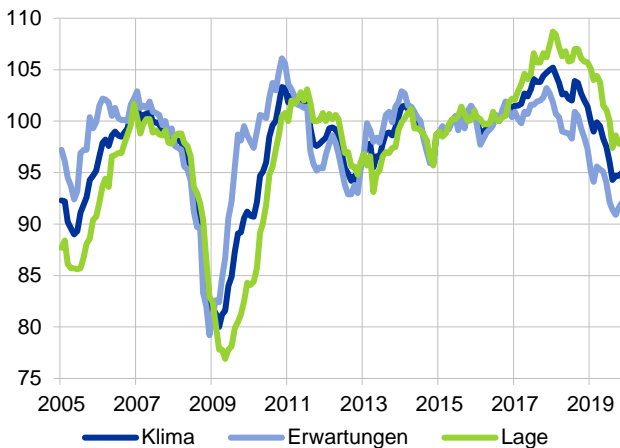
Nachfragedynamik im dritten Quartal war besser als das Mini-BIP-Wachstum suggeriert

Das deutsche BIP ist im dritten Quartal 2019 um 0,1 % zum Vorquartal gewachsen, nachdem es im zweiten Quartal um 0,2 % schrumpfte. Der private Konsum trug 0,2 Prozentpunkte zum Wachstum bei, der Außenbeitrag sogar 0,5 Prozentpunkte. Erwartungsgemäß gingen die Ausrüstungsinvestitionen zurück, während der Bausektor zulegen konnte. Auf Grundlage dieser Nachfragekomponenten hätte das BIP-Wachstum im dritten Quartal deutlich positiver ausfallen müssen als das Mini-Plus von 0,1 %.

Der Grund für die schwache Dynamik war der Abbau von Lagerbeständen, der das Hochfahren der Produktion verzögerte. Damit fiel die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im dritten Quartal gar nicht mal so schlecht aus, denn der Lagerabbau alleine hat die Quartalsdynamik um 0,7 %-Punkte gebremst. Ohne den Lagereffekt wäre die deutsche Wirtschaft also sehr kräftig um 0,8 % zum Vorquartal gewachsen.

... ist nicht angebracht

ifo Geschäftsklima, Deutschland 2015 = 100

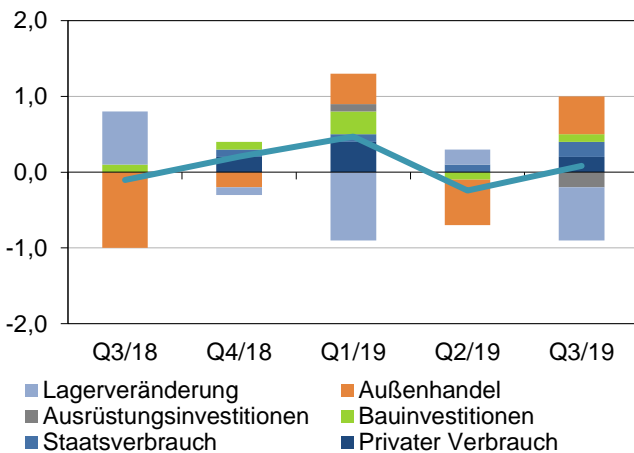


Quelle: ifo



Deshalb sollte das schwache BIP-Wachstum von 0,1 % im dritten Quartal nicht überbewertet werden, denn die Komponenten zeigen, dass die Nachfrageseite der Wirtschaft stabil sowie grundsätzlich intakt ist und perspektivisch mit einer Belebung der Angebotsseite zu rechnen ist. Für die weitere Entwicklung der Gesamtwirtschaft und der Industrieproduktion bleibt die IKB deshalb bei ihrer Einschätzung: Anfang des Jahres 2020 ist mit einer Stabilisierung bzw. moderaten Erholung zu rechnen. Abb. 3 zeigt den Verlauf der BIP-Wachstumsspanne basierend auf dem ifo Geschäftsklima, das für das BIP-Wachstum einen Vorlauf von einem Quartal hat.

BIP-Komponenten; Wachstumsbeiträge in %-Punkten



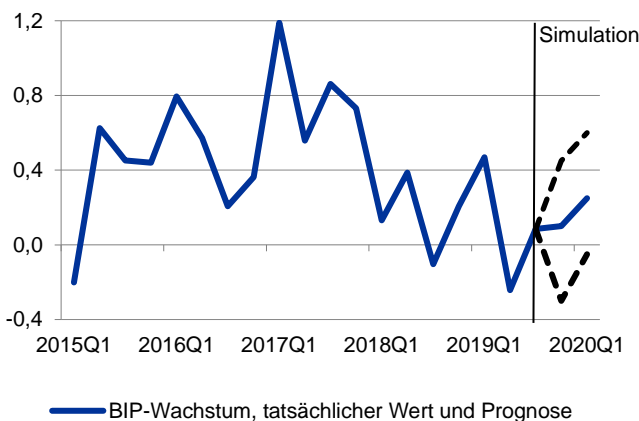
Quelle: Statistisches Bundesamt



Ausblick 2020 – vielfach durch überzogenen Pessimismus belastet

Das deutsche Wirtschaftswachstum wurde 2019 durch konjunkturelle Einflüsse, Sondereffekte wie den Exporteinbruch nach Großbritannien und strukturelle Themen wie das niedrige Produktivitätswachstum negativ beeinflusst. Die Komplexität dieser Einflussgrößen erschwert die Prognose für das nächste Jahr und belastet den konjunkturellen Ausblick – insbesondere für die deutsche Industrie. Entscheidend für eine objektive Einschätzung ist, dass die konjunkturbedingten Entwicklungen isoliert von möglichen Sondereffekten betrachtet werden, damit der mittelfristige Wachstumsausblick nicht unnötig belastet wird.

Reales BIP-Wachstum in % zum Vorquartal



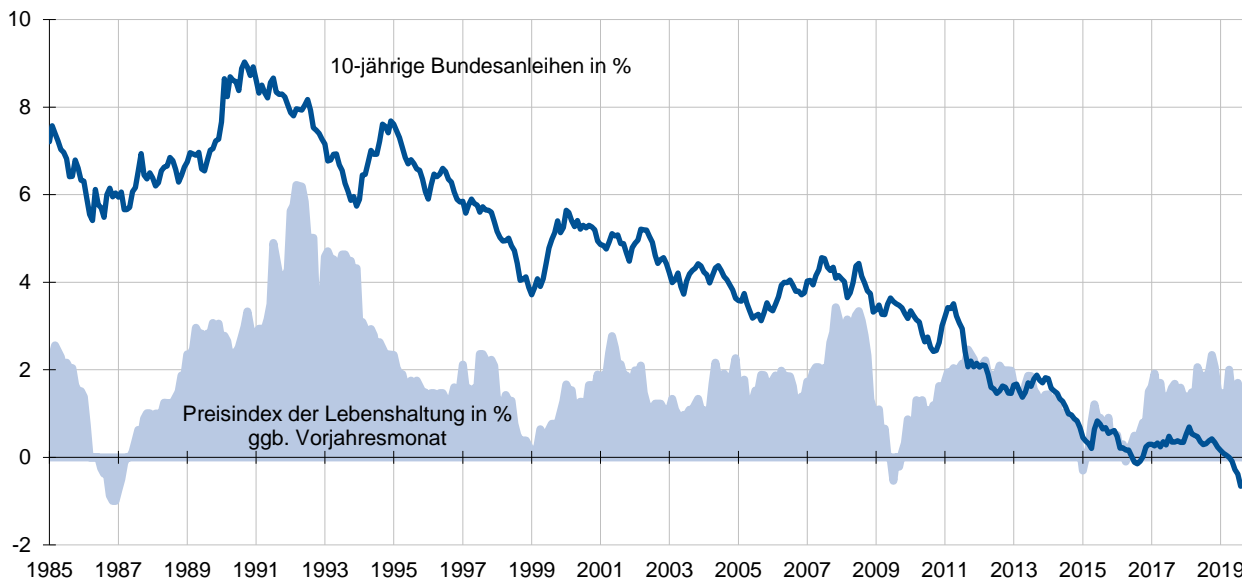
Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Simulation



Die Nachfrage der deutschen Wirtschaft hat sich im dritten Quartal 2019 als robuster erwiesen, als das schwache BIP-Wachstum von 0,1 % vermuten lässt. Produktionsindikatoren wie der PMI (Einkaufsmanagerindex) verharrten zwar weiterhin auf eher niedrigen Niveaus. Dies ist jedoch angesichts der aktuellen und zu erwartenden Nachfragedynamik nicht haltbar. Der Nachfrageverlauf bekräftigt vielmehr die Einschätzung einer Wende bzw. Festigung der Wachstumsdynamik – für BIP und Industrieproduktion. Das ifo Geschäftsklima stützt zudem die Erwartung einer Stabilisierung der Angebotsseite der deutschen Wirtschaft. Die IKB erwartet für 2020 ein kalenderbereinigtes BIP-Wachstum von 0,8 %.

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

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

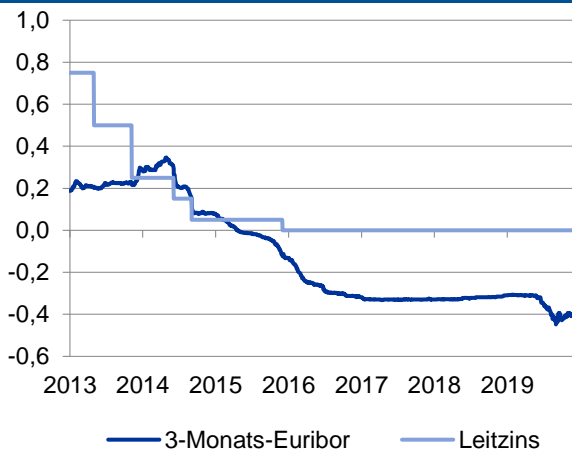


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: 2019 gab den Pessimisten viel Rückenwind, ...

Euro-Zone: EZB-Leitzins, 3-Monats-Euribor in %



Quelle: Eurostat

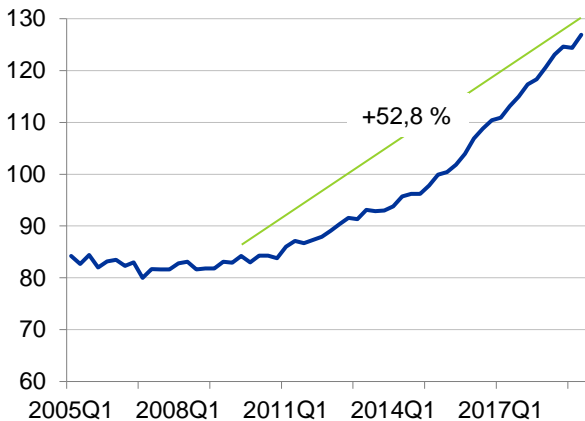


Rückblickend war 2019 für die meisten Prognostiker kein Jahr des Ruhmes. Wachstumsprognosen wurden deutlich gesenkt, und die erwartete geldpolitische Straffung kam nicht, stattdessen wurden Zinsen gesenkt bzw. weitere geldpolitische Lockerungsmaßnahmen ergriffen. Alle, die die aktuelle Geldpolitik in einer Einbahnstraße – und auf eine unausweichliche Krise zusteuern – sehen, fühlen sich in ihrer Einschätzung bestätigt. Die überraschend deutliche Eintrübung der deutschen Industrie bzw. die Dauer des Abschwungs haben die Sorge über den grundsätzlichen Gesundheitszustand der Konjunktur noch verschärft.

Somit hat sich nicht nur der kurzfristige Ausblick eingetrübt. Selbst die mittel- bis langfristigen Perspektiven, insbesondere für die deutsche Industrie, sind belastet. Diese Sorge scheint allerdings nur teilweise angebracht, und Anzeichen einer Stabilisierung der Industrie sollten sich in den kommenden Monaten häufen (siehe S. 5). Die negativen konjunkturellen Überraschungen sowie die geldpolitische Reaktion der EZB haben jegliche Erwartungen auf eine nachhaltige geldpolitische Wende selbst langfristig schwinden lassen. Nicht nur 10-jährige Bundrenditen, auch solche mit einer Laufzeit von bis zu 30 Jahren wiesen negative Renditen aus. Zwar haben sich die Renditen von ihren Tiefständen etwas erholt, die breite Einschätzung der Zinsmärkte bleibt aber grundsätzlich unverändert: Die EZB wird selbst langfristig keinen nachhaltigen Zinsanstieg vollziehen. Weitaus weniger Konsens scheint es über die Gründe für diese Einschätzung zu geben. Für manche liegt es daran, dass die expansive Geldpolitik letztlich einen eher negativen Einfluss auf die Konjunktur ausübt. Hier fällt des Öfteren der Begriff der Zombiefirmen und Fehlallokation. Für andere liegt es daran, dass die EZB bis dato zu wenig gemacht hat. Auch wenn die Effektivität der Geldpolitik in Frage gestellt wird, besteht Einigung zumindest darüber, dass sie einen Einfluss hat – positiv oder negativ.

... doch es gibt immer weniger Grund für Krisenstimmung

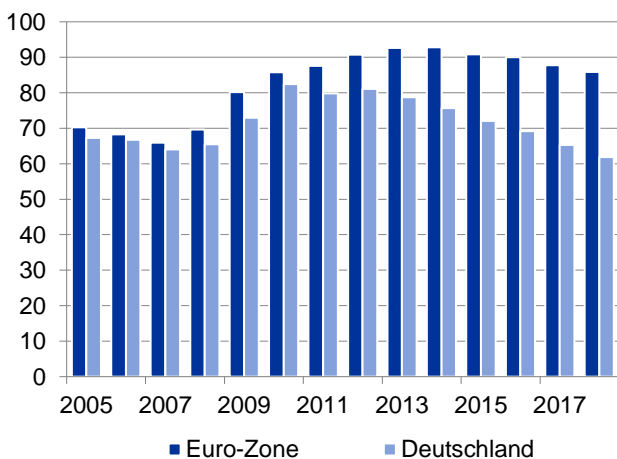
Deutschland: Häuserpreise, 2015 = 100



Quelle: Eurostat



Staatliche Schuldenquote in % des BIP



Quelle: Eurostat



DAX, Index



Quelle: Bloomberg



Die Geldpolitik der EZB zieht bedeutende Verteilungseffekte nach sich, von denen die Euro-Staatshaushalte sicherlich am meisten profitieren. Es ist gerade die Umverteilung, die sehr wohl nachhaltige Effekte mit sich bringt. Die Schuldenquote der Staaten der Euro-Zone sinken, was der Fiskalpolitik zunehmend Handlungsspielraum gibt und die Abhängigkeit der Wirtschaft von niedrigen Zinsen verringert.

In einer Gesellschaft, die auf der einen Seite hoch verschuldet ist und auf der anderen Seite einen immensen Vermögensaufbau generiert, ist zur Entlastung der Schuldner perspektivisch von strukturell niedrigen Zinsen auszugehen. Für 2020 mag ein hohes Prognoserisiko bestehen, was die globale sowie deutsche Konjunktur angeht. Weniger Unsicherheit herrscht dagegen über das Zinsniveau in der Euro-Zone. Die realen Zinsen werden unverändert tief im negativen Bereich verharren – und dies weit über das kommende Jahr hinaus.

Zinskorrekturen sind infolge einer sich aufhellenden Konjunktur am langen Ende nicht auszuschließen. Renditen werden aber – vor allem preisbereinigt – über die gesamte Zinskurve noch auf Jahre negativ bleiben. Damit bieten kurz- sowie langfristige Zinsanlagen weiterhin keine Anreize. Mit einer sich aufhellenden Konjunktur sollte sich aber das realwirtschaftliche Risiko reduzieren, was sicherlich dem Aktienmarkt weiter Auftrieb geben wird. Der DAX hat im Gegensatz zu den Zinsen bereits reagiert und die überzogene negative Stimmung vom Frühherbst 2019 abgeschüttelt.

Wie stellt sich nun der Ausblick für 2020 dar? War 2019 von negativen Überraschungen geprägt, könnte 2020 das Pendel durchaus in die andere Richtung schwingen – vor allem wenn der Brexit koordiniert und somit mit wenig disruptiven Impulsen von statten geht. Das Risiko für die deutsche Wirtschaft liegt sicherlich nicht in der EZB-Zinspolitik, die auch nicht zuletzt durch den Euro Devisenkurs für die deutsche Wirtschaft weiterhin unterstützend wirkt. Weiterhin sind Argumente über bevorstehende Krise und Vergleiche mit 2008 nicht nur unangebracht bzw. fundamental nicht gerechtfertigt. Auch wenn 2020 mit vielen Unsicherheiten behaftet ist, eins scheint mehr und mehr ersichtlich: Der konjunkturelle Tiefpunkt liegt hinter uns.

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

Konjunkturzyklus der deutschen Industrie: Alles halb so schlimm?

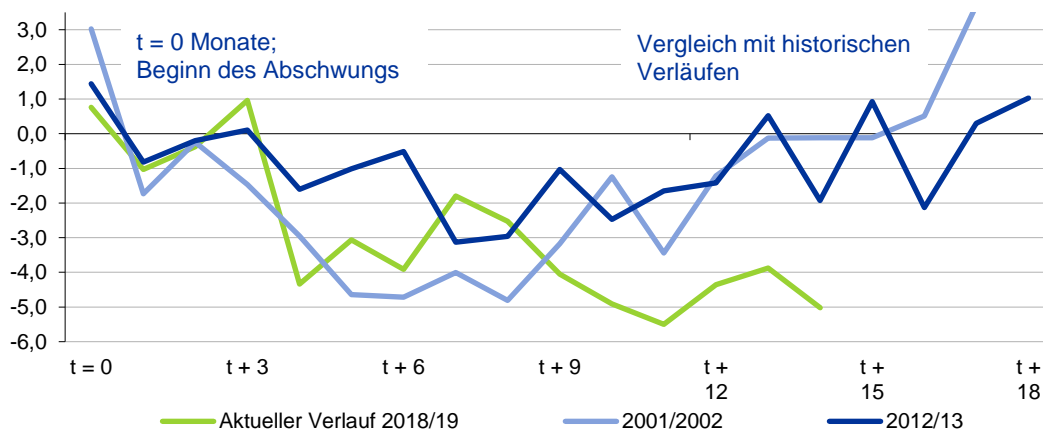
Hohe Unsicherheit über Erholungspotenzial der deutschen Industrie

Den aktuellen Abschwung der deutschen Industrie bezeichnen viele Analysten angesichts seines Ausmaßes und der Vielzahl möglicher Gründe als abnormal. Sonder- und Struktureffekte sowie Vergleiche mit der Krise 2008/09 schüren die Furcht vor einem anhaltenden und deutlich ausgeprägteren Abschwung, als dies „normalerweise“ zu erwarten wäre. Hinzu kommt die Sorge, die Geldpolitik sei ineffektiv und ausgereizt und könne einem wirtschaftlichen Einbruch relativ wenig entgegensetzen. Zudem verläuft der Rückgang der deutschen Industrieproduktion deutlich ausgeprägter als in anderen Industrieländern, wo die Produktion bereits wieder anzieht (siehe *IKB-Kapitalmarkt-News 25. Oktober 2019*). Diese Analyse sowie die präsentierten empirischen Ergebnisse zeigen jedoch, dass Untergangsstimmung nicht angebracht ist.

Aktuelle Konjunkturzahlen deuten noch immer auf keine Stabilisierung bzw. feste Bodenbildung der deutschen Industrie hin. Es fehlt insbesondere an überzeugenden positiven Impulsen, die eine Erholung im nächsten Jahr erwarten lassen könnten. Zwar mag sich die US-Wirtschaft im kommenden Jahr nicht unbedingt bedeutend abkühlen, aber Wachstumsimpulse für die Weltwirtschaft wird sie kaum liefern. Die Zahlen aus China bleiben ebenfalls durchwachsen. Positive Impulse könnten vielleicht aus Großbritannien kommen. Allerdings bleiben die Aussichten für die britische Wirtschaft auch mit einem weniger drastischen bzw. geregelten Brexit nach wie vor herausfordernd.

Insbesondere der deutliche Einbruch der Automobilindustrie gibt dem aktuellen Industriezyklus eine gewisse Abnormalität. Trotz des Verweises auf Sonder- und Struktureffekte verläuft die aktuelle Abschwungphase zwar etwas stärker, aber nicht bedeutend anders als in anderen Rezessionen. Ein Verweis auf die Finanzkrise 2008/09 ist angesichts des damaligen Industrieertrags mit monatlichen Veränderungsdaten von -20 % völlig unangebracht.

Abb. 1: Deutsche Industrieproduktion; Veränderung zum Vorjahr in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB

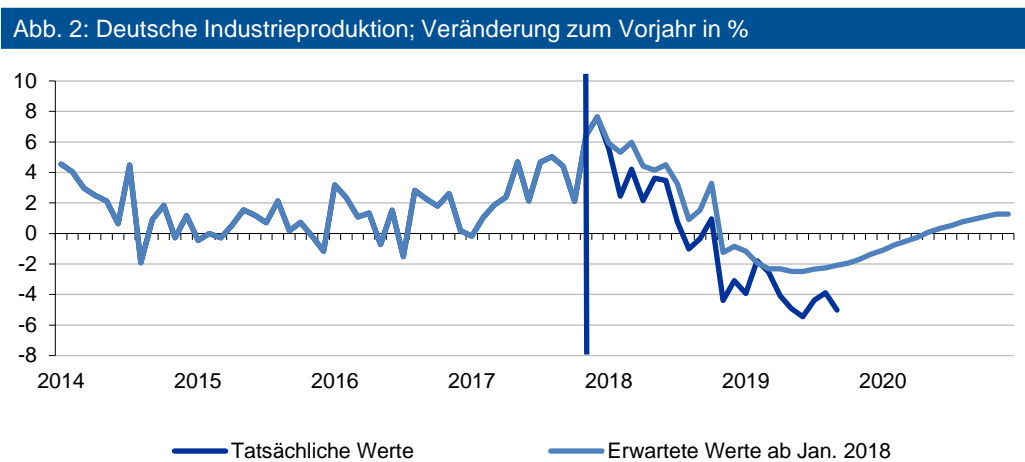
Wo steht die deutsche Wirtschaft wirklich, und kann von einer bevorstehenden Erholung ausgegangen werden? Gibt es bereits Daten, die die Beantwortung dieser Frage ohne Annahmen, Hoffnungen und Vermutungen erlauben? Der aussagekräftigste Frühindikator für die deutsche Wirtschaft – das ifo Geschäftsklima – zeigt noch keine Entwarnung, auch wenn die jüngsten Zahlen nicht mehr so schlecht ausfielen, wie teilweise erwartet worden war. Noch Ende des Jahres 2018 bestand die Hoffnung, dass sich die negativen Sondereffekte als kurzfristig erweisen würden und sich die Automobil- und damit die gesamte Industrie relativ schnell erholen. Dies hat sich nicht bewahrheitet. Die globale Industrie geriet in einen Abschwung, und die Sondereffekte erwiesen sich als deutlich langlebiger als erwartet, was strukturelle Ursachen haben und das Wachstum langfristig belasten kann. Viele Branchenanalysten erwarten für 2020 trotz des deutlichen Einbruchs im Jahr 2019 einen eher flachen Produktionsverlauf für die deutsche Industrie. Ist solch eine Sicht gerechtfertigt?

Aktuell bleibt es daher schwierig, positive Impulse für die Weltkonjunktur und damit auch für die deutsche Wirtschaft für das Jahr 2020 zu erkennen. -Mit wirtschaftspolitischen Wachstumsimpulsen für Deutschland –

wie einer deutlichen Senkung der Steuerlast – ist kaum zu rechnen (siehe *IKB-Kapitalmarkt-News 4. November 2019*). Daher stellt sich die Frage, wie stark ist die Eigendynamik der globalen und deutschen Konjunktur? Anders ausgedrückt: Ist für **die Erwartung einer moderaten Erholung 2020 die Annahme von positiven Impulsen notwendig? Oder verfügt die globale sowie deutsche Industrie über ausreichend zyklische Eigendynamik für eine Belebung?**

Wo steht die deutsche Industrie, und was ist für 2020 zu erwarten?

Um die Auswirkungen von strukturellen, zyklischen sowie einmaligen Sondereffekte besser einschätzen zu können, haben wir den Zusammenhang zwischen der globalen Industrieproduktion, derjenigen der USA, China, der Euro-Zone und Deutschland in Form eines VAR-Modells geschätzt. Das Modell berücksichtigt die Dynamik der Zeitreihen sowie ihre Beziehung zueinander. Diese Prognose zeigt die erwartete Entwicklung auf Grundlage der historischen Verläufe sowie Interdependenzen, positive oder negative Annahmen werden ausgeklammert. Somit kann diese Prognose als neutraler Referenzwert oder rein konjunkturgetriebener zyklischer Verlauf angesehen werden. Wir haben zwei Simulationen erstellt: Die erste zeigt den Verlauf der deutschen Industriekonjunktur ab Januar 2018 für die Jahre 2018, 2019 und 2020 (siehe Abb. 2).



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Simulation

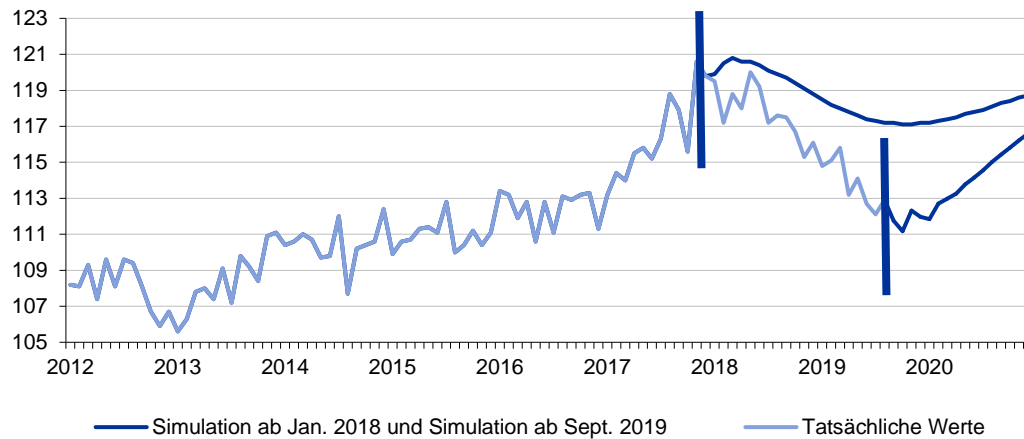
Demnach hätte im Jahr 2018 das Produktionswachstum bei 3 % liegen sollen; erreicht wurden aber nur 1,2 %. Über die Hälfte des Produktionswachstums wurde also durch negative Impulse aufgebraucht. **2019 hätte sich dem Modell zu folge ein Produktionsrückgang in Höhe von -2 % ergeben.** Da der eigentliche Rückgang bei -4 % liegen dürfte, kann die Hälfte des Rückgangs wieder auf negative lokale wie globale Impulse zurückgeführt werden. Im Jahr 2019 wäre also auch ohne Sondereffekte ein Produktionsrückgang zu erwarten gewesen. **Für das Jahr 2020 zeigt die Konjunkturdynamik im Modell eine klare Erholung im Produktionswachstum.** Hierfür bedarf es keiner zusätzlichen positiven Annahmen. Anders ausgedrückt: Die Erwartung einer Stagnation der Industrieproduktion ist keine neutrale Einschätzung, sondern spiegelt eine eher negative Erwartungshaltung. Doch wieviel Wachstum ist 2020 zu erwarten? Hierfür haben wir eine zweite Simulation durchgeführt, die im September 2019 startet (siehe Tabelle 1). Sie berücksichtigt die negativen Impulse aus diesem Jahr. Die Ergebnisse deuten auf ein Produktionswachstum von ca. 1 % im nächsten Jahr hin. Erwartungen einer stagnierenden Industrie im Jahr 2020 benötigen somit negative Impulse, eine Wachstumsprognose von über 1 % dementsprechend positive. Ansonsten ist eine konjunkturelle Stabilisierung in den kommenden Monaten bzw. spätestens im ersten Quartal 2020 zu erwarten.

Tabelle 1: Deutsche Industrie, Veränderung in % zum Vorjahr

	Simulation 2: Prognose ab Sept. 2019	Simulation 1: Prognose ab Jan. 2018
2018	1,2	3,1
2019	-3,9	-2,0
2020	1,1	0,3

Quellen: IKB-Simulation

Abb. 3: Produktion des Verarbeitenden Gewerbes; 2010 = 100



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Simulation

Einschätzung

- **Die deutsche Industrie steht kurz vor der Bodenbildung** und einer Erholung im Verlauf des Jahres 2020.
- **Um im nächsten Jahr ein Produktionswachstum in Deutschland von ca. 1 % zu erreichen, bedarf es keiner zusätzlichen positiven Impulse oder Annahmen.** Die Befürchtung, dass positive Impulse benötigt werden, um dem aktuellen Produktionsrückgang entgegenzuwirken und eine Erholung im Jahr 2020 zu sichern, findet in der IKB-Simulation keine empirische Bestätigung.
- **Negative Impulse**, wie die Brexit-Verhandlungen, Handelskonflikte oder inländische Entwicklungen bei der Automobilindustrie, **haben in den Jahren 2018 und 2019 zu Wachstumsverlusten bei der deutschen Industrieproduktion von rund 2 Prozentpunkten pro Jahr geführt.**

Fazit: Noch immer zeigen Frühindikatoren keine Wende der deutschen Industrieproduktion an, während Risiken und Unsicherheiten nach wie vor den Ausblick für das nächste Jahr trüben. Dabei ist der deutsche Produktionsrückgang von ca. 4 % in diesem Jahr etwa zur Hälfte auf Sondereffekte, nicht zuletzt in der Automobilindustrie zurückzuführen. Allein auf Basis des industriellen Konjunkturzyklus wäre mit einem Rückgang der deutschen Industrieproduktion um lediglich ca. 2 % zu rechnen gewesen.

Der konjunkturbedingte Verlauf der deutschen und globalen Industrieproduktion deutet denn auch auf eine Stabilisierung in den kommenden Monaten und auf eine moderate Erholung im Jahr 2020 hin, mit einem Wachstum in Deutschland von um die 1 %. Höhere Wachstumsprognosen benötigen zusätzlich positive Impulse. Stagnationsprognosen für 2020 hingegen sind nur bei deutlich negativen Einflüssen Impetus zu erwarten.

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

Deutschland: Zeit für ein strukturelles staatliches Haushaltsdefizit?

Die Debatte um die Schuldenbremse hält an, ...

Die Argumente für Pro und Kontra sind bekannt:

Pro: Vorbildfunktion für andere Euro-Staaten, Einschränkungen des Staates sind notwendig, nachhaltig stabile Schuldenquote sichern

Kontra: Handlungsspielraum für fiskalische Unterstützung notwendig, negative Zinskurve sollte für wachstumsfördernde Investitionen oder Steuersenkungen genutzt werden.

Die Forderung nach einer festen Regel für die Höchstgrenze einer Schuldenquote oder eines Haushaltsdefizits kommt von denjenigen, die eine Ausweitung des Defizits nur noch in Nottfällen zulassen wollen. Ziel ist es, höhere Ausgaben und zu hohe Schuldenquoten zu unterbinden und damit eine destabilisierende Entwicklung zu verhindern. Grundsätzlich haben Befürworter und Gegner der Schuldenbremse dasselbe Ziel: höhere Stabilität. Fiskalpolitik mit überambitioniertem Handeln oder zu viel Passivität sollte kein Unsicherheitsfaktor werden.

... doch diese schafft nur bedingt Stabilität

Die Idee einer festen Formel, die den Handlungsspielraum der Wirtschaftspolitik einengt, ist nichts Neues. In der Geldpolitik gab es Anfang der 1980er-Jahre und infolge der steigenden Inflationsrate eine Diskussion über den notwendigen Handlungsspielraum der Notenbank. So hat sich vor allem Milton Friedman für einen limitierten Handlungsspielraum und die Einführung einer festen Geldmengenregel ausgesprochen. Auch wenn eine aktive Geldpolitik die Stabilisierung der Wirtschaft bzw. der Inflation als Ziel hat, so führen fiskal- und geldpolitische Maßnahmen häufig eher zum Gegenteil. Bei der Geldpolitik ist es der lange, unübersichtliche und oftmals nur schwer einzuschätzende Transmissionsmechanismus, und bei der Fiskalpolitik sind es eher falsche politische Anreize, die Stabilität verhindern. **So mag die Intention einer aktiven Fiskalpolitik durchaus lobenswert sein. Falsche Anreizstrukturen führen allerdings meistens zu einer überambitionierten Ausgabenpolitik und dementsprechend zu einer strukturell steigenden Schuldenquote** – wie sie in den meisten Ländern erkennbar ist.

Dabei muss zwischen dem Ziel einer tragfähigen bzw. angestrebten Schuldenquote und dem eines ausgeglichenen Haushalts unterschieden werden. In Deutschland soll die Schuldenbremse einen strukturell ausgeglichenen Haushalt sicherstellen. Für den Bund bedeutet dies konkret, dass die Netto-Kreditaufnahmen 0,35 % des nominalen Bruttoinlandsprodukts nicht überschreiten darf. Doch ob hiermit eine 0 %-Neuverschuldung erreicht werden soll, oder ob der Haushaltssaldo zwischen 0 % und der Maastricht-Obergrenze von -3 % liegen darf, ist weniger eindeutig. Bei den aktuell niedrigen Zinsen kann der Staat durchaus ein Primär- und damit Haushaltsdefizit in Kauf nehmen, ohne die Schuldenquote notwendigerweise zu erhöhen. **Schuldentragfähigkeit und eine Senkung der Schuldenquote benötigen demnach keinen ausgeglichenen Staatshaushalt.** Im Klartext: Nachhaltigkeit der Staatsfinanzierung muss nicht unbedingt mit einem Verbot zur Neuverschuldung verbunden werden. Aktuell würde dies dazu führen, dass die Schuldenquote angesichts der anhaltend niedrigen Zinsen, die unter dem nominalen BIP-Wachstum liegen, ununterbrochen sinkt. Im Fall einer Geldmengenregel würde die Notenbank durch Zinspolitik und andere Maßnahmen versuchen, ein vom nominalen BIP-Wachstum abgeleitetes Geldmengenwachstum zu steuern.

Für den Staat ist die Haushaltspolitik immer noch das wichtigste Instrument, um die Verschuldung zu beeinflussen. Zielgröße muss jedoch eine Schuldenquote sein, die dem Staat grundsätzlich fiskalischen Spielraum gibt, ohne seine Handlungsfähigkeit mittelfristig einzuengen. **So wie das Geldmengenwachstum nicht aus einer festen Konstanten, sondern von einem gewünschten nominalen BIP-Wachstum abgeleitet wird, muss auch die Finanzpolitik entscheidende Parameter berücksichtigen, um das Ziel einer langfristigen Stabilität der Staatsfinanzen und der Volkswirtschaft zu erreichen.** Eine stabile oder sinkende Schuldenquote schafft nicht unbedingt Stabilität. Dies gilt nur im Fall einer nicht nachhaltigen Schuldentragfähigkeit. Auch sorgen konstante Größen in einer Volkswirtschaft für einen höheren Anpassungsbedarf anderer Größen. Dies gilt nicht nur bei Schocks, für die ein Notfall zu definieren ist und Regeln wie die Schuldenbremse ausgesetzt werden können. **Höhere Stabilität benötigt deshalb Regeln und Zielgrößen, die durch Variablen der Volkswirtschaft definiert werden.** Aktuell besteht eine strukturell nicht ausreichende Nachfrage in der Wirtschaft. Eine zusätzlich sinkende Schuldenquote würde diese Problematik verschlimmern. Die strukturell

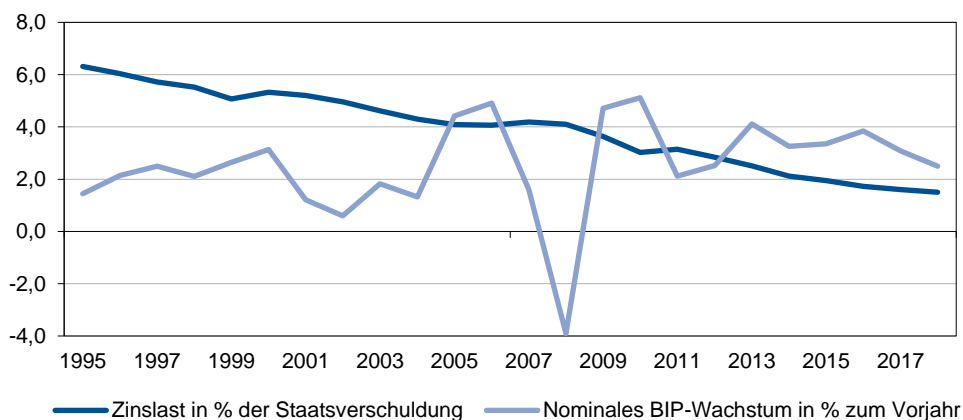
niedrigeren Zinsen geben dem Staat jedoch selbst mittelfristig Handlungsspielraum, um gegenzusteuern. Schuldenquoten werden nur dann zum Problem, wenn die Schuldentragfähigkeit nicht gesichert ist und die Zinszahlungen einen immer größeren Anteil an den Staatsausgaben ausmachen. Diese Herausforderungen sind aktuell und auf Sicht nicht gegeben.

Strukturelles Defizit zunehmend notwendig

Ziel einer wirtschaftspolitischen Regel ist es, durch geld- oder fiskalpolitisches Handeln verursachte Extrementwicklungen zu verhindern. Ein Beispiel für die Geldpolitik war die steigende Inflation infolge der Geldmengenausweitung in den 1970er-Jahren; ein Beispiel für die Fiskalpolitik ist die ansteigende Schuldenquote vieler Staaten. Beides sind Entwicklungen, die verhindert hätten werden können. **Im Fokus muss ein Haushaltsdefizit stehen, das durch die Zinslast des Staates und das nominale BIP-Wachstum definiert wird. Denn es sind diese beiden Größen, die die Schuldentragfähigkeit bestimmen bzw. das für eine angestrebte Schuldenquote notwendige Defizit definieren.** Auch sollten die Primärbilanz (Ausgaben minus Einnahmen ohne Zinszahlungen) und damit der Handlungsspielraum im Fokus stehen.

Aufgrund der aktuellen Entwicklungen des nominalen BIP-Wachstums, der Höhe der staatlichen Schuldenquote und der effektiven Zinslast wäre ein Primärdefizit von 0,5 % des BIP möglich, ohne dass die Schuldenquote ansteigt. Bei einer Zinslast, die aktuell rund 1 % des BIP ausmacht, ergäbe sich ein Haushaltsdefizit von rund 1,5 %. Schätzungen für 2019 ergeben jedoch ein erlaubtes Defizit von nur 1 %, da das nominale BIP-Wachstum für 2019 deutlich unter dem des Jahres 2018 liegen sollte. **Verfolgt der Staat eine grundsätzliche Reduzierung der Schuldenquote, mag die Strategie eines ausgeglichenen Haushalts aktuell und in den letzten Jahren durchaus sinnvoll gewesen sein.** Eine strukturell sinkende Zinslast auf unter 1 % der Verschuldung sowie ein nominales Potenzialwachstum von ca. 2,5 % werden aber zunehmend Raum für ein strukturelles Haushaltsdefizit schaffen – vor allem bei einer Schuldenquote, die 2019 bereits unter 60 % des BIP fallen sollte und deren weiteres Sinken keinerlei Stabilisierungsimpulse liefert. Damit ist perspektivisch **keine Schuldenbremse nötig, sondern vielmehr Steuersenkungen, die durch ein zunehmendes strukturelles Defizit quasi finanziert werden** (IKB-Kapitalmarkt-News 8. Oktober 2019).

Abb. 1: Deutschland - Zinslast des Staates und nominales BIP-Wachstum



Quellen: EIU; IKB-Berechnungen

Konkrete Regeln und Zielgrößen keine Garantie für Stabilität

Regeln oder Zielgrößen verhindern nicht unbedingt eine extreme Wirtschaftspolitik. Der Versuch, die Zielgröße Inflation einzuhalten, hat im Falle der Geldpolitik aktuell zu einer extremen Ausrichtung geführt, die von vielen Experten als destabilisierend eingeschätzt wird. In solch einem Fall mag es sinnvoller sein, das Ziel anzupassen. Auch aktuell gibt es eine Diskussion über das angemessene Niveau des aktuellen Inflationsziels – und ob dies nicht auf 1,5 % reduziert werden sollte, um eine „normalere“ Geldpolitik betreiben zu können. Selbst mit einer Geldmengenregel wäre jedoch die aktuelle Geldpolitik äußerst expansiv und unkonventionell, da die Geldmenge nicht ausreichend wächst. Eine Zielanpassung wäre demnach sinnvoll, wenn die Auswirkungen der aktuellen geldpolitischen Ausrichtung als destabilisierend eingeschätzt werden.

In einer Phase strukturell schwachen Wachstums infolge von zum Beispiel hoher privater Verschuldung könnte eine dauerhaft außerordentlich expansive Fiskalpolitik notwendig sein, um eine stabilere Wirtschaftsentwicklung zu erreichen. In einer solchen Situation – wie sie aktuell vorliegt – machen niedrige Zinsen Sinn, die ein strukturelles Haushaltsdefizit ermöglichen. Eine Alternative hierzu scheint es nicht zu geben. Denn die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Volkswirtschaft durch Reformen und Anpassungen anpasst, ist gemäß Keynes zu bezweifeln. Auch bringt die Reduktion der Schuldenquoten alleine keine Stabilität, da weniger Staatsausgaben nicht zu höheren Investitionen führen.

Fazit: Die deutsche Schuldenbremse schafft grundsätzlich keine Stabilität. Diese Einschätzung beruht weniger darauf, dass der Handlungsspielraum des Staates vor allem in Krisenzeiten reduziert sein mag. Vielmehr erhöht eine konstante Steuerungs- oder Zielgröße den Anpassungsbedarf anderer Einflussgrößen wie Beschäftigung, Löhne oder das Zinsniveau. Eine sinkende Schuldenquote alleine strahlt daher noch keine Stabilität in die Wirtschaft aus.

Sinnvoll ist ein Defizitniveau beim Staatshaushalt, das durch strukturelle makroökonomische Rahmenbedingungen definiert ist und deshalb auch fundamental niedrige Zinsen und das Potenzialwachstum berücksichtigt. Das auf dieser Basis berechnete strukturelle Defizit des deutschen Staates wird zunehmend von der Schuldenbremse abweichen, was Raum für Steuersenkungen eröffnet.

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

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

	28. Nov.	in 3M	in 9M	Ende 2020
3M-Euribor	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
3M-USD-Libor	1,9	1,8	1,4	1,2
10-Jahre Bund	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1
10-Jahre U.S. Treasury	1,8	1,7	1,6	1,8

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

	28. Nov.	in 3M	in 9M	Ende 2020
EUR/USD	1,10	1,12	1,17	1,20
EUR/GBP	0,85	0,87	0,90	0,91
EUR/JPY	121	121	122	124
EUR/CHF	1,10	1,11	1,12	1,14
EUR/HUF	336	333	337	337
EUR/CZK	25,5	25,7	25,6	25,7
EUR/TRY	6,36	6,64	6,98	7,18
EUR/PLN	4,31	4,27	4,29	4,28
EUR/RUB	70,5	72,0	75,0	76,0
EUR/MXN	21,5	21,7	22,0	22,3
EUR/ZAR	16,2	16,5	17,0	17,5
EUR/CNY	7,74	7,82	7,92	8,10
EUR/CAD	1,46	1,47	1,51	1,53
EUR/AUD	1,63	1,62	1,62	1,64

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

Disclaimer:

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

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

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

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

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

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

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

November 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