

# Barometer-Ausblick 2020

## Globale Erholung versus lokale Herausforderungen

### Volkswirtschaft und Research IKB Deutsche Industriebank AG

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

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

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

Ralf Heidrich  
[Ralf.Heidrich@ikb.de](mailto:Ralf.Heidrich@ikb.de)

### The Big Picture: Globale Themen und Implikationen für Deutschland 2

Chancen auf geringere Risiken • Stabiler US-Ausblick – Trotz oder wegen Trump? • China – es braucht kein beeindruckendes Wachstum, um zu beeindrucken • Euro-Zone – weiterhin vielfach eine Baustelle • Einschätzung: Wer Lösungen sucht, muss Geduld haben

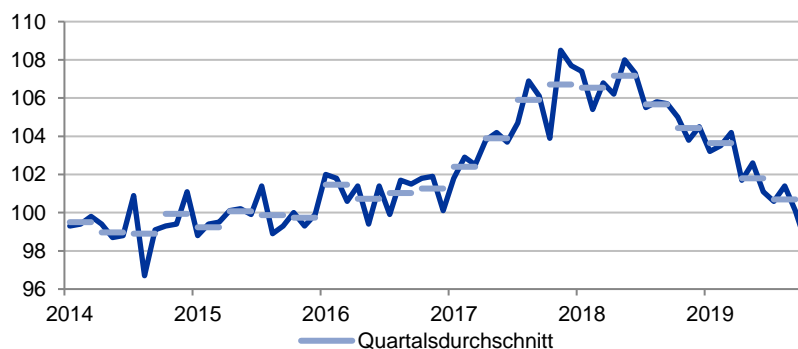
### Ausblick Deutschland: Konjunkturschwäche „Made in Germany“? 7

Wachstumsbremsen sind nicht nur global, sondern lokal • Anpassung des steigenden Arbeitnehmeranteils am Volkseinkommen wird immer dringender • Mit externen Wachstumstreibern ist kaum zu rechnen • Einschätzung: zyklischer Aufwind versus strukturelle Bremsen

### Geldpolitik und wichtige Finanzmärkte 11

EZB – eine nicht ausreichende oder überambitionierte Krisenpolitik? • Ausblicke für die Finanzmärkte • Eine sich aufhellende Konjunktur, geringere globale Risikofaktoren und weiterhin expansive Notenbanken signalisieren im Vergleich zu 2019 ein freundlicheres Investitionsumfeld

Deutsche Industrieproduktion; 2010 = 100



Quellen: Statistisches Bundesamt, saison- und kalenderbereinigt

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

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

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Deutschland	2,8	1,6	0,6	0,8	1,6
Euro-Zone	2,7	1,9	1,2	1,3	1,6
UK	1,9	1,4	1,3	0,6	1,4
USA	2,4	2,9	2,3	1,9	1,7
Japan	1,9	0,8	1,0	0,5	0,9
China	6,8	6,6	6,2	6,0	5,8

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

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Deutschland	1,5	1,7	1,5	1,4	1,6
Euro-Zone	1,5	1,8	1,2	1,2	1,4
UK	2,7	2,5	1,8	1,9	2,1
USA	2,1	2,4	1,7	1,9	2,1
Japan	0,5	1,0	0,7	1,0	1,0
China	1,6	2,1	2,7	2,6	2,1

**Tabelle 3: Geld-, Kapitalmarktzinsen, in % und EUR/USD**

	18. Dez.	in 3M	in 9M	Ende 2020
3M-Euribor	-0,40	-0,40	-0,40	-0,30
3M-USD-Libor	1,90	1,80	1,65	1,65
10-Jahre Bund	-0,26	-0,22	-0,20	-0,20
10-Jahre U.S. Treasury	1,91	1,80	1,70	1,75
EUR/USD	1,11	1,12	1,14	1,16

**Tabelle 4: Industrieproduktion; Veränderung in % zum Vorjahr**

	2017	2018	2019S	2020P
<b>Verarbeitendes Gewerbe</b>	3,5	1,2	-4,5	1,8
Nahrungsmittel	1,3	-0,2	0,1	0,2
Textil- u. Bekleidung	1,6	-3,3	-2,0	0,3
Holz	4,1	2,0	-2,0	0,9
Papier	1,6	-0,5	-2,4	0,5
Chemie, Pharma	2,9	3,6	-7,1	3,1
Gummi und Kunststoff	3,9	0,1	-2,4	1,8
Glas und Keramik	2,2	0,5	-1,7	0,9
Metallbearbeitung	2,9	0,0	-5,1	2,1
Metallerzeugnisse	5,2	1,4	-3,2	1,5
DV u. elektr. Ausrüstungen	5,9	1,8	-3,5	1,5
Maschinenbau	4,4	2,5	-2,6	0,9
Automotive	3,2	-1,9	-10,8	3,8
Möbel	-1,0	-1,4	-1,1	0,8

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3) EZB; FRED Bloomberg und IKB-Prognosen (in 3M; 9M; Ende 2020); 4) Statistisches Bundesamt, S = IKB-Schätzung; P = IKB-Prognose

## The Big Picture: Globale Themen und Implikationen für Deutschland

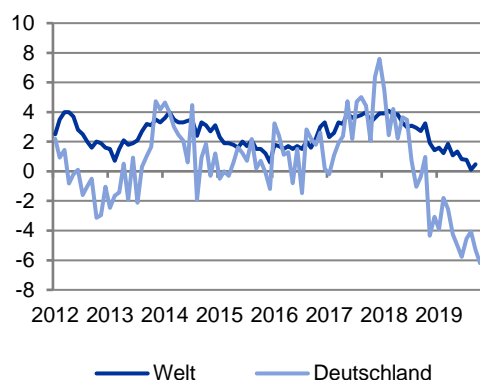
### Chancen auf geringere Risiken

Aus realwirtschaftlicher Sicht und angesichts der vielen Prognoserevisionen war 2019 ein enttäuschendes Jahr – für die Weltwirtschaft im Allgemeinen, aber auch für viele Industriestaaten. Das globale Wirtschaftswachstum hat sich im Vergleich zum Jahr 2018 nennenswert verlangsamt, und der Welthandel hat ebenfalls deutlich an Dynamik eingebüßt. Dies hat vor allem industrielastige und offene Volkswirtschaften wie die deutsche belastet. So hat die deutsche Industrie im europäischen und globalen Vergleich deutlich an Boden verloren.

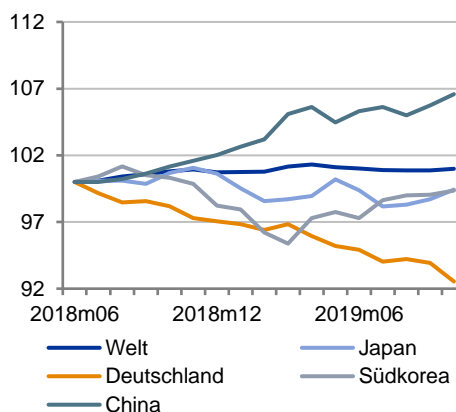
Die Weltwirtschaft hat 2019 entscheidende Herausforderungen nur begrenzt lösen können. Weder wurde der Handelskonflikt mit den USA beigelegt, noch ist der Brexit – in welcher Form auch immer – vollzogen worden. Und weiterhin steht es mit der globalen Finanzstabilität infolge hoher Schuldenquoten nicht zum Besten. Die schwache Konjunktur 2019 hat diese Unsicherheiten zusätzlich verstärkt. Nicht überraschend in diesem Umfeld haben Notenbanken ihren expansiven Kurs weltweit beibehalten oder ausgeweitet. Dabei wurden zu Jahresanfang noch weitere Zinsanhebungen in den USA erwartet; aber stattdessen senkte die Fed im Verlauf von 2019 dreimal den Leitzins. Auch in Europa drückte die EZB den Einlagenzins noch tiefer ins Negative und weitete ihre Bilanz weiter aus.

### Industrieproduktion (ohne Bau) im Vergleich

Veränderung in % zum Vorjahresmonat



Juni 2018 = 100;  
gleitender Drei-Monats-Durchschnitt



Quellen: CBS; EIU; Statistisches Bundesamt

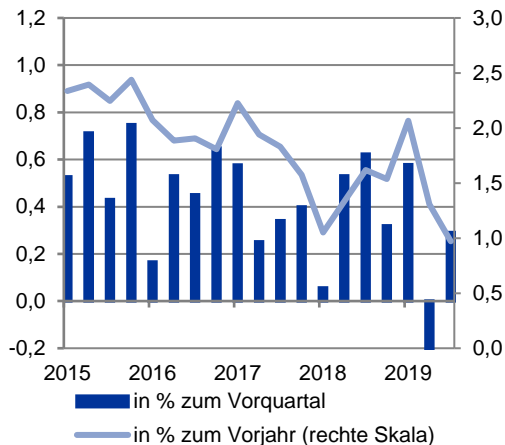
Auch wenn sich der EU-Austrittstermin Großbritanniens nach dem Wahlerfolg der Tories zu konkretisieren scheint und Ende Januar 2020 stattfinden soll, bleibt die Umsetzung des Brexit weiterhin ein Unsicherheitsfaktor. Wenn die politische Trennung geordnet vollzogen werden mag, die zukünftigen Wirtschaftsbeziehungen müssen noch verhandelt werden und sind weiterhin unklar. Hierbei können die britischen Erwartungen eines weiterhin gültigen und freien Zugangs zum europäischen Binnenmarkt durchaus enttäuscht werden, da die EU diesen historisch nur in Kombination mit ihren vier Freiheiten zugestanden hat, was in Großbritannien missfällt.

Dennoch hat sich das Risiko für das Jahr 2020 reduziert, weil eine Zerrüttung der Beziehungen zwischen der EU und Großbritannien infolge eines unkoordinierten Austritts weitgehend unwahrscheinlich geworden ist. Risiken für die Exportaussichten der deutschen Industrie dürften allerdings auch 2020 bestehen.

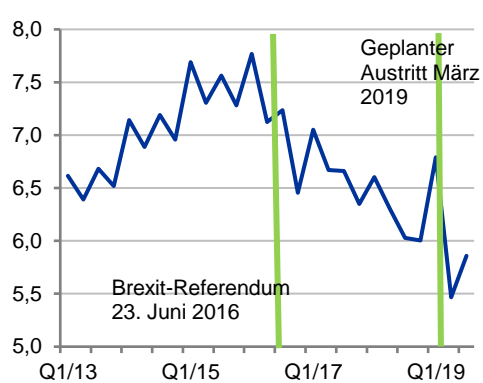
Der EU-Austritt Großbritanniens kennt aus volkswirtschaftlicher Sicht keine Gewinner in Europa. Die deutsche Wirtschaft musste bereits in den vergangenen Jahren deutliche Exporteinbußen nach Großbritannien hinnehmen. Bedeutende weitere Korrekturen sollten sich deshalb in Grenzen halten – vorausgesetzt, die zukünftigen wirtschaftlichen Beziehungen führen zu keinen spürbaren Handelshemmnissen.

### Die britische Wirtschaft und Deutschland

Reales BIP-Wachstum in UK



Deutsche Exporte nach UK; Anteil in % deutscher Gesamtexporte

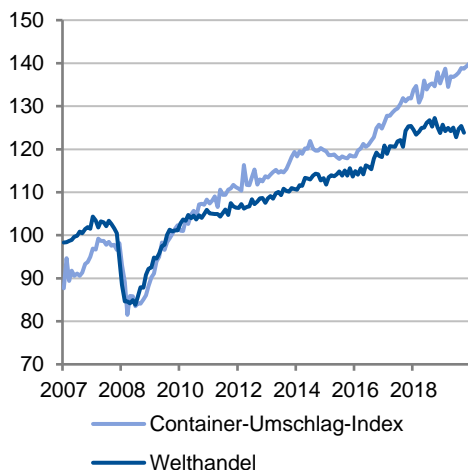


Quellen: Bloomberg; Statistisches Bundesamt

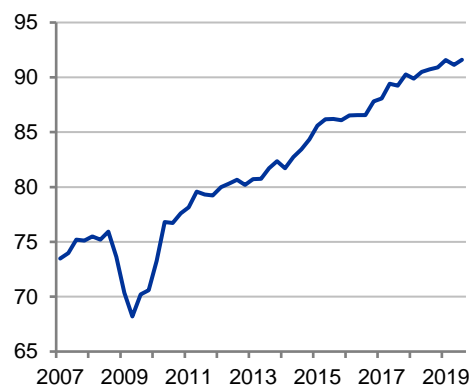
Neben geringeren Brexit-Risiken sollten auch Handelsstreitigkeiten mit den USA im Jahr 2020 nachlassen. Denn in einem US-Wahljahr braucht ein amtierender Präsident Erfolge. Trumps Handelspolitik zielt nicht auf verstärkten Protektionismus; er will einen „besseren Deal“ für die USA herauschlagen. Dies scheint ihm in Bezug auf die NAFTA gelungen zu sein. Ein weiterer Erfolg wäre die Neuordnung der Handelsbeziehungen insbesondere zu China. Zwar mögen die infolge des Handelsstreits erhobenen Zölle nicht alle im nächsten Jahr wieder abgebaut werden, aber die oftmals heraufbeschworenen Worst-Case-Szenarien von Handelskriegen sollten 2020 deutlich an Bedeutung verlieren.

### Welthandel und der deutsche Offenheitsgrad

RWI/ISL-Containerumschlag-Index  
2010 = 100



Offenheitsgrad der deutschen Wirtschaft  
Ex- und Importe in % zum BIP



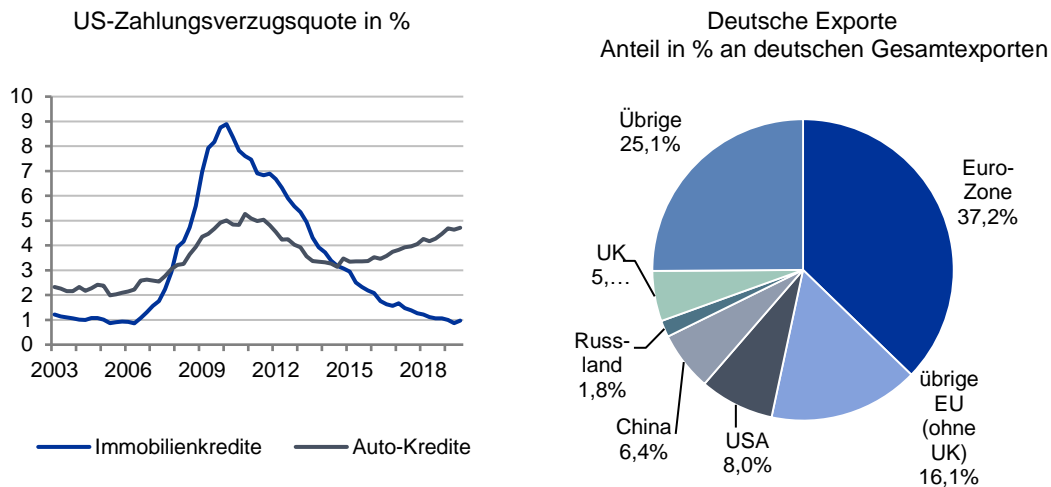
Quellen: RWI; Statistisches Bundesamt

### USA: Ausblick stabil – trotz oder wegen Trump?

Grundsätzlich ist die US-Wirtschaft in stabiler Verfassung. Zwar mag sich 2020 keine Beschleunigung der Wachstumsdynamik ergeben, aber ein deutlicher konjunktureller Einbruch ist ebenfalls unwahrscheinlich. Denn der private Konsum ist stabil, weil die Arbeitslosenquote gering ist, die Löhne steigen und dank sinkender Zinsen Refinanzierungsspielräume vorhanden sind. Bedeutende Veränderungen der Fed-Zinspolitik sollten demnach ausbleiben, auch wenn eine weitere Zinssenkung im Verlauf des Jahres 2020 durchaus zu erwarten ist. Im Falle eines Wahlerfolges der Demokraten – vor allem im Falle einer Nominierung von Elizabeth Warren – dürften sich die Beziehungen zu China nicht unbedingt verbessern, sondern für neue Unsicherheiten sorgen. Eine weitere Präsidentschaft von Trump könnte sich hingegen als weniger disruptiv

erweisen als generell angenommen – vor allem, falls neue Handelsvereinbarungen mit China die Unsicherheiten deutlich reduzieren.

### US-Wirtschaft und Bedeutung für deutsche Exporte



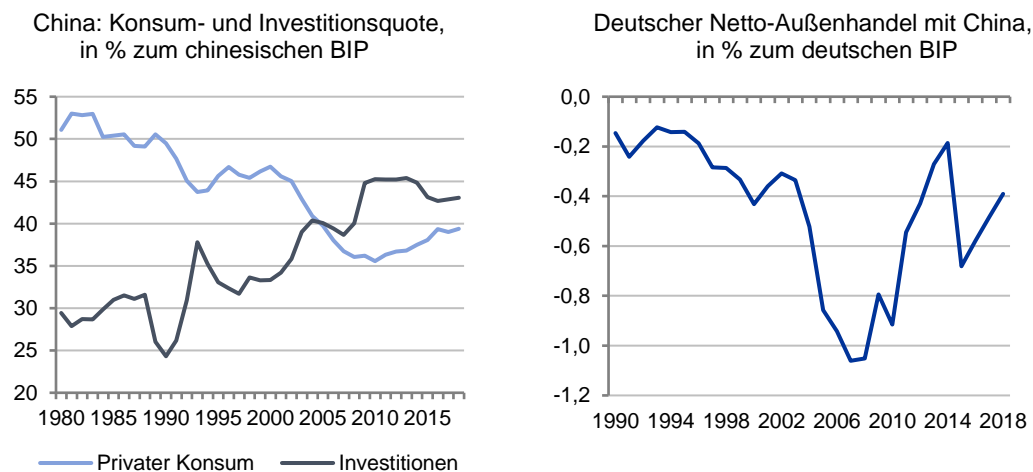
Quellen: New York Fed (90+ Tage-Verzug); Statistisches Bundesamt

### China: Es braucht kein beeindruckendes Wachstum, um zu beeindrucken

Auch in den nächsten Jahren wird die Weltwirtschaft maßgeblich von der chinesischen Konjunktur geprägt. China trägt rd. 1,2 Prozentpunkte pro Jahr zum Welt-BIP-Wachstum bei – der Wachstumsbeitrag liegt also bei ca. 30 %. Eine moderate Dynamikverlangsamung würde den Wachstumsbeitrag aufgrund des weiterhin steigenden Anteils der chinesischen Wirtschaft am Welt-BIP nicht nennenswert reduzieren. Das Risiko für die Weltwirtschaft besteht demnach weniger in einer anhaltenden Wachstumsverlangsamung; nur ein Einbruch der chinesischen Wirtschaft stellt eine Gefahr dar.

Dass sich die chinesische Dynamik weiter verlangsamt, ist angesichts der aktuellen schwächeren Weltkonjunktur und der zukünftigen Größe der chinesischen Wirtschaft unausweichlich. Doch auch inländische strukturelle Anpassungen, die sich aus der hohen Investitions- und Schuldenquote ergeben, lassen an einer anhaltend hohen Wachstumsrate zweifeln. Diese Themen begleiten die Konjunkturentwicklung jedoch nun schon seit Jahren und gehören in Bezug auf Wachstumsprognosen zu den „Klassikern“ der häufig genannten Risiken. Aktuell gibt es jedoch wenig Anzeichen, dass sich hieraus gerade 2020/21 ein Wirtschaftseinbruch ergeben könnte: Aktuelle Konjunkturdaten lassen eher auf eine Belebung hoffen, Regierung wie Notenbank sind handlungsfähig, die Innovationsdynamik der Wirtschaft ist ungebrochen und die bereits umgesetzten strukturellen Veränderungen beeindrucken.

### Chinas Wirtschaft und der deutsche Handel mit China



Quellen: EIU; Statistisches Bundesamt

### Euro-Zone: weiterhin vielfach eine Baustelle

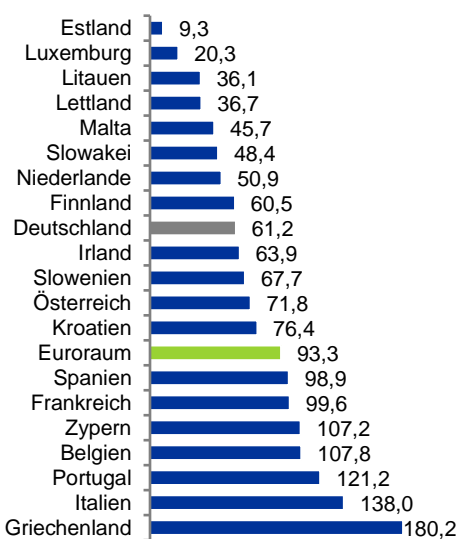
Die Euro-Zone schiebt nach wie vor strukturelle Probleme vor sich her. Reformen auf Länder- und EU-Ebene finden, wenn überhaupt, nur zögerlich statt. Eine spürbare Integration der EU bei Krisen-, Wirtschafts- sowie Fiskalpolitik lässt weiter auf sich warten. So ist die Schulden Tragfähigkeit vieler Euro-Länder auch weiterhin von der EZB-Geldpolitik und den damit verbundenen niedrigen Zinsen abhängig. Dennoch haben die Wachstumsraten der letzten Jahre die Volkswirtschaften stabilisiert und damit auch den gesellschaftlichen Zusammenhalt in einzelnen Euro-Staaten. Arbeitslosenquoten haben sich deutlich reduziert und sind auf oder unter Vorkrisenniveau gefallen, während die Geldpolitik die Weichen für eine nachhaltige Schulden Tragfähigkeit und zunehmenden fiskalischen Spielraum auf der anderen Seite sichergestellt hat.

Mit dem Brexit werden sich nicht nur die Handelsbeziehungen zwischen der EU und Großbritannien ändern, auch die politischen Machtverhältnisse innerhalb der EU werden neu gemischt. Die Rolle des Marktes als disziplinierende Kraft könnte durch den Austritt Großbritanniens weiter zurückgedrängt werden. Aktionismus, etwa bei Umweltthemen, könnten zudem die Bedeutung des Marktes weiter zurückdrängen. Dies ist jedoch weniger ein Thema für das Jahr 2020, sondern sollte eher den mittelfristigen Wachstumsausblick belasten.

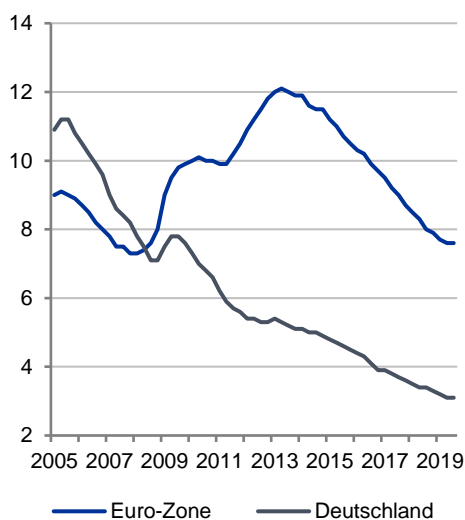
Die EU bzw. die Euro-Zone brauchen anhaltendes Wirtschaftswachstum, um politische Spannungen, länder-spezifische Eigeninteressen und die Machtansprüche Brüssels im Zaum zu halten. Ein robuster privater Konsum, sich perspektivisch stabilisierende Investitionen, eine weiterhin außerordentlich unterstützende Geldpolitik und ein freundlicheres globales Umfeld stützen nicht nur den wirtschaftlichen, sondern auch politischen Ausblick. Auch sollte ein moderates Wachstum in Kombination mit niedrigen Zinsen die Staatsschuldenquoten tendenziell weiter abnehmen lassen.

#### Euro-Zone: Staatsschulden und Arbeitslosenquote

Öffentliche Schulden in % zum BIP in Q2/2019



Arbeitslosenquote in %



Quellen: Eurostat

### Einschätzung: Wer Lösungen sucht, muss Geduld haben

Es gibt aktuell wenig Anhaltspunkte für eine bedeutende Beschleunigung des globalen Wirtschaftswachstums im nächsten Jahr. Eher gibt es Anzeichen einer graduellen konjunkturellen Erholung. Die weltweit expansive Geldpolitik unterstützt die Konjunktur ebenso wie stabil wachsende Volkswirtschaften in China und den USA. Auch für Europa ist der Ausblick aufgrund einer niedrigen Arbeitslosenquote und sinkender Zinslast für die Euro-Staaten zumindest stabil. Insgesamt deutet diese Entwicklung auf eine moderate Erholung des globalen Wirtschaftswachstums sowie des Handels für 2020 hin.

Da im Jahr 2019 zumindest ein Teil der globalen sowie deutschen Konjunkturabkühlung auf konjunkturzyklische Dynamiken zurückzuführen ist, kann mit einer gewissen Wachstumsbeschleunigung für 2020 gerechnet

werden – vor allem wenn die Risiken für den Welthandel zunehmend in den Hintergrund rücken. So bedarf es für ein höheres weltwirtschaftliches Wachstum 2020 keiner bedeutenden Wachstumsbeschleunigung eines einzelnen Landes oder einer Region. Entscheidend wird sein, dass es zu keiner weiteren systematischen und damit global-zyklischen Verlangsamung kommt. Aktuelle Frühindikatoren geben Hoffnung, dass dies nicht der Fall sein wird. Die IKB erwartet eine Wachstumsbeschleunigung im Jahr 2020 und ein Welt-BIP-Wachstum von 3,1 % (2020) und 3,3 % (2021).

**Globales reales BIP-Wachstum in % zum Vorjahr**

	Ø 14-18	2018	2019S	2020P	2021P
USA	2,4	2,9	2,3	1,9	1,7
Euro-Zone	2,0	1,9	1,2	1,3	1,6
Russland	0,4	2,3	1,2	1,7	1,9
China	6,9	6,6	6,2	6,0	5,8
Indien	7,5	6,8	5,8	6,5	6,8
Brasilien	-0,8	1,1	0,9	2,0	2,3
Japan	1,0	0,8	1,0	0,5	0,9
Übrige Welt	3,0	2,8	2,2	2,4	2,6
<b>Welt</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>

Quellen: EIU; S = IKB-Schätzung; P = IKB-Prognose

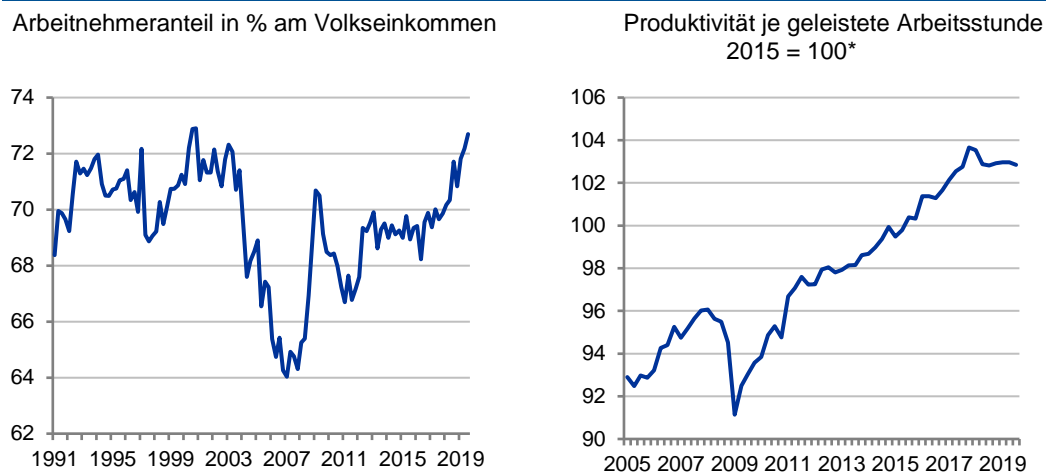
## Ausblick Deutschland: Konjunkturschwäche „Made in Germany“?

### Wachstumsbremsen sind nicht nur global, sondern lokal ...

2019 waren vor allem internationale Entwicklungen wie die Brexit-Verhandlungen, Handelskonflikte oder die weltweite Absatzflaute der Automobilindustrie Treiber der konjunkturellen Eintrübung Deutschlands. Perspektivisch scheint die größere Gefahr für das Wirtschaftswachstum allerdings vom Inland auszugehen. Zu den Themen, die hierbei eine Rolle spielen, gehören die hohen Energiekosten, eine steigende Steuerlast und der zunehmende Arbeitnehmer-Entgeltanteil am Volkseinkommen (Arbeitnehmerquote). All diese Entwicklungen belasten die Wettbewerbsfähigkeit des Produktionsstandortes Deutschland.

Die letzten Jahre waren ebenfalls durch anhaltend hohe Lohnsteigerungen, eine steigende Erwerbsquote und eine moderate Produktivitätssteigerung gezeichnet. Als Folge stieg der Arbeitnehmeranteil am Volkseinkommen auf das Niveau von Anfang 2000 und befindet sich auf einem ähnlich hohen Niveau wie vor Einführung der Arbeitsmarktreformen. In den letzten 27 Jahren war nur 2003 der Arbeitnehmeranteil am Volkseinkommen höher als aktuell. Doch welche Folgen ergeben sich hieraus?

### Deutschlands Herausforderungen



Quelle: Statistisches Bundesamt; \*in Relation zum realen BIP (kalender- und saisonbereinigt)

Ist der zunehmende Arbeitnehmeranteil am Volkseinkommen eine Folge des schwachen Wirtschaftswachstums, da Fachkräftemangel und fehlende Lohnflexibilität eine zeitnahe Anpassung des Arbeitnehmeranteils durch Stellenabbau verhindert hat? Oder ist er die Ursache für das schwache Wachstum, da das Gewinnpotenzial der Unternehmen unter Druck geriet und so perspektivisch zu niedrigeren Investitionen in Deutschland führte? Beide Erklärungen scheinen Relevanz zu haben. In den Jahren vor der Finanzkrise war die gute Konjunktur Treiber des Arbeitnehmeranteils – höheres Wachstum hatte die Quote infolge zunehmender Erwerbstätigkeit und höherer Löhne wachsen lassen. Seit der Finanzkrise ist es eher die Angebotsseite: Hohe Lohnforderungen bei einer gleichzeitig hohen Erwerbsquote bremsen das Wachstum durch eine sinkende private Investitionsquote. In den letzten Jahren wurde dieser negative Wachstumstreiber durch positive Impulse vor allem aus dem Ausland überdeckt; nun wird er eher verstärkt.

Sind die Lohnforderungen das Ergebnis des Fachkräftemangels, so bestätigen die Ergebnisse die bekannte These: Der Fachkräftemangel belastet zunehmend das Wachstumspotenzial – zum einen weil es nicht genug Fachkräfte gibt, zum anderen weil durch höhere Löhne die Profitabilität des Investitionsstandortes Deutschland leidet.

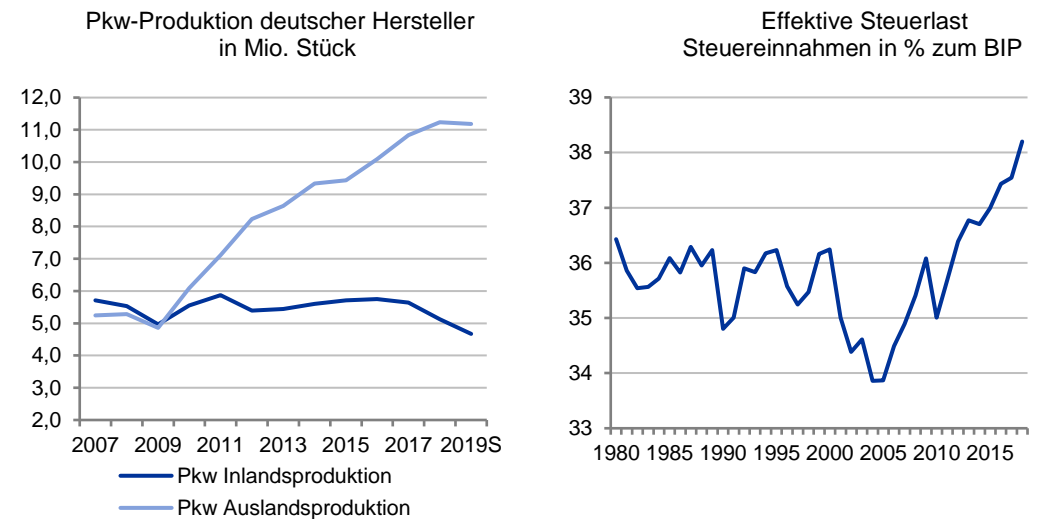
### ... und eine Anpassung des Arbeitnehmeranteils am Volkseinkommen wird immer dringender

Wie kann die Quote des Arbeitnehmerentgelts sinken bzw. das Wirtschaftswachstum perspektivisch gestützt werden? Kurzfristig ist eine Ausweitung des Fachkräfteangebots – zum Beispiel durch Einwanderung – schwer realisierbar. Es bleiben vor allem Lohnmoderation oder Stellenabbau. Beide Maßnahmen stehen auf den ersten Blick in Konflikt mit dem Fachkräftemangel. Aber 2019 ist das Produktionsniveau vor allem in der



Industrie dermaßen gefallen, dass eine Verringerung der Lohnkosten trotz Fachkräftemangels immer unausweichlicher geworden ist. Dies liegt auch daran, dass sich die Industrierezession bereits länger hinzieht und nicht von kurzer Dauer zu sein scheint wie die Finanzkrise 2008/09. Eine steigende Arbeitslosenquote im Jahr 2020 könnte angesichts einer nur moderat steigenden Produktion unausweichlich sein, um die Rentabilität und Attraktivität des Produktionsstandorts Deutschland zu verbessern (s. [IKB-Kapitalmarkt-News 17.07.2019](#)). Außerdem können zusätzliche Fachkräfte aus dem Ausland nur helfen, wenn die Ausweitung des Arbeitsangebots tatsächlich zu moderateren Löhnen und damit zu einer Senkung der Arbeitnehmerquote am Volkseinkommen führt.

### Deutschlands Industriestandort



Quellen: VDA; \* in Relation zum realen BIP (kalender- und saisonbereinigt)

Ein reduziertes Potenzialwachstum bzw. anhaltender Fachkräftemangel dürften einzelne Firmen weniger betreffen, da sie den Produktionsstandort durch Globalisierung von Produktionskapazitäten umgehen können. Dies ist für viele Unternehmen deshalb notwendig, weil Deutschland mit einem Potenzialwachstum von etwas über 1 % nur ein Drittel so schnell wächst wie die Weltwirtschaft und somit auf Sicht Marktanteile verlieren wird. Ein Unternehmen kann demnach seinen Marktanteil nur dadurch behaupten, indem es Produktionsfaktoren anderer Länder nutzt. So hat sich die deutsche Globalisierungsstrategie auch schon lange vom reinen Ex- und Import von Gütern hin zu globalen Produktionsketten und Produktionskapazitäten im Ausland entwickelt. Kapazitätsausweitungen im Ausland müssen nicht unbedingt nachteilig für den Standort Deutschland sein, da sie Spielraum für Spezialisierung erlauben. Bei einer Verlagerung von Wertschöpfung ins Ausland aufgrund von Wettbewerbsverlusten ist dies allerdings weniger der Fall.

#### ... vor allem weil mit anderen Treibern kaum zu rechnen ist

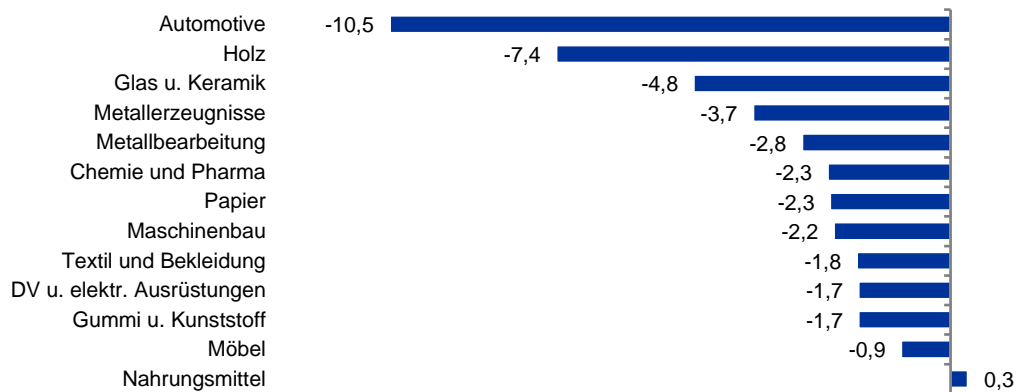
Für den Industriestandort Deutschland bedeutet der steigende Arbeitnehmeranteil am Volkseinkommen einen klaren Wettbewerbsnachteil, da sich das Gewinnpotenzial des Produktionsstandortes weniger attraktiv gestaltet. Der anhaltend schwache Euro-Wechselkurs mag internationale Wettbewerbsverluste auf Märkten außerhalb der Euro-Zone teilweise abmildern, allerdings ist perspektivisch eine Euro-Aufwertung nicht auszuschließen. Eine nachhaltige Maßnahme, den Wettbewerbsstandort Deutschland zu stärken, wäre eine Steuersenkung, insbesondere auf Einkommen und Gewinne. Die effektive Steuerlast ist in Deutschland in den letzten Jahren allerdings trotz boomender Wirtschaft stetig gestiegen – und hat damit Lohnkosten erhöht und die Rentabilität von Unternehmen belastet. Auch aktuell scheint der Fokus der deutschen Fiskalpolitik eher auf einem ausgeglichenen Staatshaushalt als auf niedrigeren Steuereinnahmen zu liegen. Dies wird der Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands 2020/21 nicht helfen.

Die deutsche Industrie wird das Jahr 2019 voraussichtlich mit einem Produktionsminus von ca. 4,5 % beenden. Erwartungen einer Stabilisierung in der zweiten Jahreshälfte haben sich nicht bewahrheitet. Ein bedeutender Treiber des Rückgangs bleibt die Automobilindustrie. Auf Grundlage positiver konjunktureller Dynamiken vor allem aus dem Ausland ist für das Verarbeitende Gewerbe insgesamt dennoch von einem moderaten Wachstum von ca. 1 % im Jahr 2020 auszugehen. Auch wenn diese Wachstumsrate eher

enttäuschend sein mag, geht sie einher mit einer Erholung der Produktion in den kommenden Monaten und bildet die Basis für eine höhere Dynamik in 2021. Diese Prognose liegt allerdings am oberen Rande des aktuellen Prognosespektrums.

### Produktion der Industriebranchen 2019

Veränderung in % Jan. – Okt. 2019 zum Vorjahreszeitraum



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Einschätzung – zyklischer Aufwind versus strukturelle Bremsen

Über Monate wurden Wachstumsprognosen für 2020 nach unten revidiert. Selbst der mittelfristige Ausblick wird um einiges kritischer gesehen als zu Jahresanfang. Kalenderbereinigt erwartet die Mehrzahl der Volkswirte für das Jahr 2020 ein BIP-Wachstum in Deutschland von ca. 0,5 %. Einen möglichen Einbruch bzw. eine Rezession erwarten die meisten Analysten allerdings nicht. Gleichzeitig bleiben Prognostiker vorsichtig, um nicht zu ambitionierte Prognosen abzugeben. Doch trotz der aufgeführten strukturellen Wachstumsbremsen gibt es durchaus Argumente, die für eine positivere Konjunktorentwicklung sprechen:

- Die deutsche Industrie braucht keine positiven Impulse, um sich zu stabilisieren. Die konjunkturzyklische Dynamik, die ein bedeutender Grund für den Abschwung 2019 war, deutet auf eine moderate Erholungsdynamik 2020. Selbst bei anhaltenden Risiken zielt dies auf ein moderates Wachstum der Industrieproduktion hin (s. [IKB-Kapitalmarkt-News 28.11.2019](#)).
- Die Nachfragekomponenten der deutschen Wirtschaft sind intakt und auch 2020 sollten der private Konsum sowie die Exporte ein Wachstumsfundament bilden. Der deutliche Lagerabbau, der das Wachstum im dritten Quartal belastete, ist nicht nachhaltig.
- Ein kalenderbereinigtes BIP-Wachstum von über 0,5 % im Jahr 2020 benötigt keine bedeutende Beschleunigung im Wirtschaftswachstum.
- Das ifo Geschäftsklima – der wichtigste Frühindikator für die deutsche Wirtschaft – hellt sich seit drei Monaten stetig auf. Im Dezember hat der Index deutlich um 1,2 Punkte zulegen. Dabei haben sich sowohl die Erwartungs- (+1,5 Punkte) als auch die Lagekomponente (+0,8 Punkte) klar verbessert. Insbesondere die Geschäftserwartungen der Unternehmen haben sich in den letzten Monaten deutlich aufgehellt und signalisieren eine Belebung der deutschen Konjunktur. Die Bewertung der aktuellen Lage blieb dagegen bisher nur leicht aufwärtsgerichtet.

Wie stellt sich nun der Ausblick für die Jahre 2020 und 2021 dar? Während 2019 von negativen Überraschungen geprägt war, könnte 2020 das Pendel durchaus in die andere Richtung schwingen – vor allem wenn der Brexit koordiniert und somit mit wenig disruptiven Impulsen verläuft. Das Risiko für die deutsche Wirtschaft liegt sicherlich nicht in der EZB-Zinspolitik, die die deutsche Wirtschaft durch die Entwicklung des Euro-Devisenkurs eher stimuliert. Weiterhin sind Erwartungen bevorstehender Krisen und Vergleiche mit 2008 unangebracht bzw. fundamental ungerechtfertigt. Auch wenn 2020 mit vielen Unsicherheiten startet, eins scheint mehr und mehr ersichtlich: Den konjunkturellen Tiefpunkt hat Deutschland durchschritten:

- Die IKB erwartete ein kalenderbereinigtes **BIP-Wachstum in Deutschland** von 0,8 % für 2020 und 1,6 % im Jahr 2021. Diese Prognosen liegen am oberen Ende des Prognosespektrums. Sie beruhen auf der Erwartung nachlassender globaler Risiken und einer konjunkturzyklischen Erholung der Weltwirtschaft. Getrieben wird dies durch ein globales Wirtschaftswachstum, das sich infolge einer robusten Konjunkturentwicklung vor allem in den USA und China als stabil erweist. Ein BIP-Wachstum von 0,8 % in Deutschland dürfte allerdings nicht ausreichen, einen leichten Anstieg der Arbeitslosenquote in Deutschland zu verhindern.
- Die **deutsche Industrie** steht kurz vor der Bodenbildung, und es ist von einer Erholung im Verlauf des Jahres 2020 auszugehen. Um im nächsten Jahr ein Produktionswachstum der Industrie von ca. 1 % zu erreichen, bedarf es keiner zusätzlichen positiven Impulse oder Annahmen.

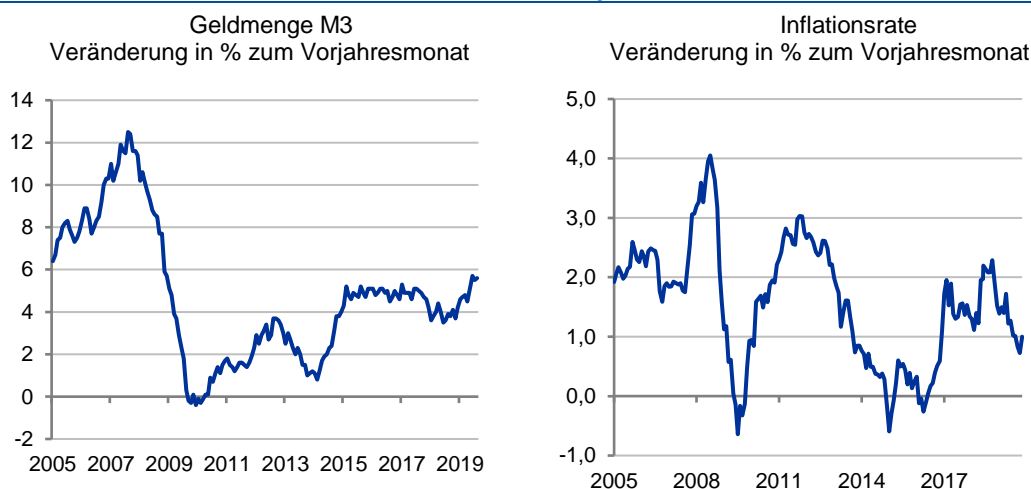
## Geldpolitik und wichtige Finanzmärkte

### EZB: Eine nicht ausreichende oder überambitionierte Krisenpolitik?

Die negativen konjunkturellen Überraschungen sowie die geldpolitische Reaktion der EZB haben jegliche Erwartungen auf eine nachhaltige geldpolitische Wende schwinden lassen. Zwar haben sich die Renditen von ihren Tiefständen im September etwas erholt, die breite Einschätzung der Zinsmärkte bleibt aber grundsätzlich unverändert: Die EZB wird selbst langfristig keinen nachhaltigen Zinsanstieg vollziehen können. Weit aus weniger Konsens scheint es bei den Gründen für diese Einschätzung zu geben. Manche sind der Meinung, dass die expansive Geldpolitik letztlich einen eher negativen Einfluss auf die Konjunktur ausübt und sie mehr und mehr von niedrigen Zinsen abhängig macht. Hier fällt des Öfteren der Begriff der Zombiefirmen und Fehlallokation. Für andere hat die EZB bis dato zu wenig gemacht. Auch wenn die Effektivität der Geldpolitik in Frage gestellt wird, besteht Einigung zumindest darüber, dass sie einen Einfluss hat – positiv oder negativ.

Krisenpolitik fokussiert sich eher auf kurzfristige Ziele als auf mögliche langfristige Konsequenzen. Dabei kann eine Krisenpolitik von Notenbanken durchaus negative Folgen haben. Diese sind allerdings dadurch zu rechtfertigen, dass Schlimmeres kurzfristig verhindert wird. Sollte die Notenbank zu ambitioniert vorgehen, kann sie im Nachhinein immer noch nach dem Motto gegensteuern „zu viel Liquidität kann immer aus dem Markt genommen werden“. Doch eine anhaltende Krisenpolitik hat auf Dauer nicht nur unerwünschte Nebeneffekte, sondern sie stellt die Glaubwürdigkeit der geldpolitischen Effektivität in Frage. Und dennoch: Die EZB mag zwar gemessen an ihren Instrumenten Zinsniveau und Bilanzsumme übertreiben, bezogen auf ihre Zielgrößen ist dies jedoch nicht der Fall. Und wie die deutsche Zinskurve signalisiert, wird noch auf Jahre keine eskalierende Inflation erwartet. Ob die EZB das im Jahr 2014, als sie ihre negative Zinspolitik eingeleitet hat, so erwartet hat, ist unwahrscheinlich. Denn dann hätte sie sicherlich damals deutlich ambitionierter agiert.

### Euro-Zone – Geldpolitik



Quellen: EZB; Eurostat

Angesichts der anhaltenden Krisenpolitik werden zunehmend unerwünschte Nebenwirkungen kritisiert. Auch wird die Frage aufgeworfen, ob das geldpolitische Ziel der Notenbank – eine Inflationsrate von „knapp unter 2 %“ – geändert werden sollte. Letzteres könnte der EZB allerdings nachhaltig schaden. Wenn ein Ziel infolge des Nicht-Erreichens geändert wird, werden zukünftige Ziele immer weniger ein Anker für Erwartungen darstellen. Allerdings deutet eine jahrelange Zielverfehlung ebenfalls nicht auf hohe Glaubwürdigkeit hin. Eine Notenbank hat nur unter der Annahme einer zinssensitiven Kreditnachfrage sowie einer stabilen Umlaufgeschwindigkeit des Geldes einen klaren Einfluss auf die Preisentwicklung. Beides war in den letzten Jahren kaum gegeben. Da der Einfluss direkter ist, mögen die Ziele „Geldmengenwachstum“ oder „Zinsniveausteuern“ effektiver sein. Auch wären sie einfacher zu messen. Alternativ kann das Inflationsziel als langfristig interpretiert werden, oder die EZB definiert eine Bandbreite wie in Großbritannien. Was immer das Ziel ist, die geldpolitischen Instrumente bleiben die gleichen. Und ohne ein ausreichendes Geldmengenwachstum sind weder ein höheres Inflations- oder Geldmengenziel noch eine Abkehr von negativen Zinsen möglich. Die Konjunktur gibt die Vorgaben, auf die die EZB durch Unterstützung oder Gegensteuern agieren muss.

Seit der Finanz- und Euro-Krise ist die Euro-Zone aufgrund hoher Schuldenquoten und fehlenden Wachstums in eine besondere Schieflage geraten, auf die die Notenbank alleine nur begrenzt Einfluss hat. Dies hat nichts mit dem richtigen oder falschen Ziel zu tun, sondern eher mit der Frage, ob die EZB alleine und damit eventuell auch überzogen auf diese Schieflage reagieren sollte. Als Liquiditätsbereitsteller und Monopolist der Geldschöpfung erübrigt sich zwar die Frage in einer Krisensituation, im Falle einer jahrelang enttäuschenden Dynamik hinsichtlich Geldmengenwachstum, Inflation und Staatsschuldendynamik jedoch nicht. Dies ist allerdings eine politische Entscheidung. So muss auch die EZB-Politik nicht nur im Kontext ihres Mandates und Zieles, sondern auch im Kontext der Handlungsbereitschaft der europäischen Politik beurteilt werden.

### Ausblicke für die Finanzmärkte

Infolge von hohen Schuldenquoten besteht weiterhin eine grundsätzliche Unsicherheit über die globale Finanzstabilität. Diese Unsicherheiten wurden durch die schwache Konjunkturerholung im aktuellen Jahr besonders verstärkt. Für das Jahr 2020 hat sich das Risiko reduziert, weil die Konjunkturerholung grundsätzlich die Stimmung verbessert und extreme Worst-Case-Szenarien zum Brexit oder zur US-Handelspolitik deutlich an Bedeutung verloren haben. Eine sich aufhellende Konjunktur, geringere globale Risikofaktoren und Notenbanken, die weiterhin als Rückversicherung angesehen werden können, deuten im Vergleich zum Jahr 2019 insgesamt auf ein freundlicheres Investitionsumfeld hin. Da jedoch im nächsten Jahr nicht von einer bedeutenden Wachstumsbeschleunigung auszugehen ist, sollte die Konjunktur alleine nicht ausreichen, wahrgenommene strukturelle Risiken vollkommen auszublenden.

### Geldpolitik

- Die Fed wird im Jahr 2020 ihren Leitzins auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau halten. Die IKB erwartet mindestens eine weitere Zinssenkung. US-Renditen sollten weiter sinken.
- Die geldpolitische Ausrichtung der EZB wird sich im Jahr 2020 nicht verändern. Eine Beendigung des Aufkaufprogramms könnte in der zweiten Jahreshälfte in Aussicht gestellt werden. Die Übertreibung auf den Renditemärkten vom September 2019 hat sich korrigiert. Bundesrenditen befinden sich deutlich über ihren Tiefständen. Ein nachhaltiger Anstieg wird allerdings im nächsten Jahr nicht erwartet. Eine Rückkehr zu alten Tiefständen erachtet die IKB als unwahrscheinlich.

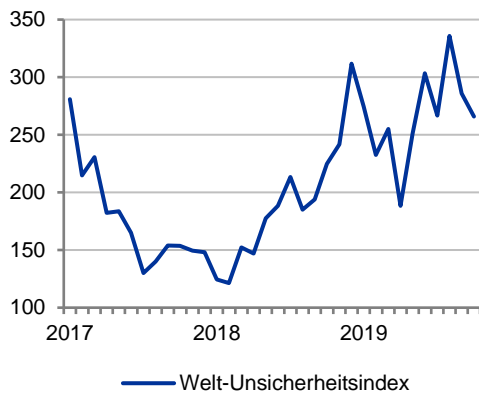
### Gold und Euro/US-Dollar-Kurs

- US-Renditen haben seit September deutlich nach oben korrigiert, was den Goldpreis unter Druck gesetzt hat. Die Risikoaversion der Märkte sollte mit einer konjunkturellen Erholung grundsätzlich abnehmen, was den Goldpreis weiter unter Druck setzen sollte. Erwartungen von sinkenden US-Renditen stützen allerdings den aktuellen Ausblick für Gold.
- Das risikofreie Zinsdifferenzial zwischen den USA und der Euro-Zone und insbesondere Deutschland deutet weiterhin auf eine grundsätzliche Stärke des US-Dollar hin. Die geldpolitische Ausrichtung der Fed wie auch der EZB sollte daran im Jahr 2020 nichts Grundsätzliches ändern – auch wenn das Risiko eher für eine Einengung und damit für eine tendenzielle US-Dollar-Schwäche spricht. Eine nennenswerte Abwertung der amerikanischen Währung ist jedoch infolge der EZB-Geldpolitik nicht zu erwarten, auch wenn Präsident Trump sich zunehmend auf einen schwächeren Dollar-Kurs fokussiert, um die US-Exporte zu stärken.

### Aktien

- **DAX:** Der steigende Arbeitnehmeranteil am Volkseinkommen belastet den Gewinnausblick am Standort Deutschland. Analysten haben ihre Erwartungen jedoch bereits deutlich angepasst. Realwirtschaftliche Daten und eine reduzierte Risikoaversion lassen positive Impulse für den DAX erwarten. Auch besteht positives Überraschungspotenzial für die Gewinne global aktiver Unternehmen.
- **US-Aktienmärkte:** Hohe Bewertungen und grundsätzliche Sorgen über die globale und US-Konjunktur begrenzen das Korrekturpotenzial nach oben. Zudem besteht das Risiko, dass die Konjunkturdaten enttäuschen. Zwar sollte und kann die Fed Enttäuschungen durch Zinssenkungen gegensteuern, insgesamt ergibt sich jedoch nur ein moderates Aufwertungspotenzial, während die Kursvolatilität relativ hoch ausfallen sollte.

### Weltwirtschaft: Unsicherheits- und Stimmungindex



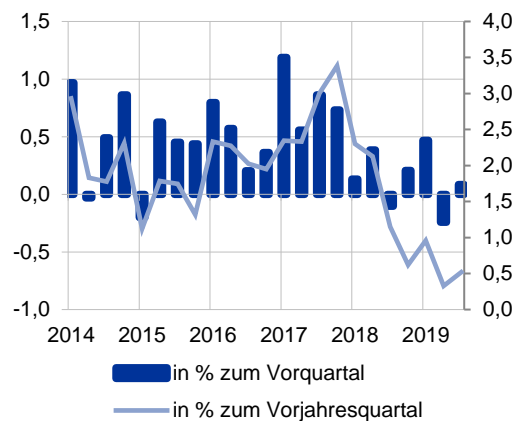
Quellen: Policy Uncertainty; Bloomberg

### Deutschland: Industrie und Gesamtwirtschaft

Produktion des Verarbeitenden Gewerbes  
2015 = 100



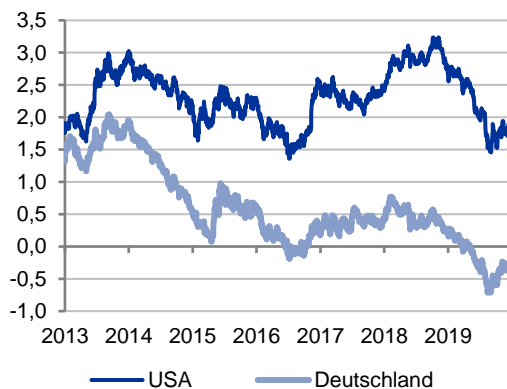
Reales BIP-Wachstum



Quellen: Statistisches Bundesamt, jeweils saison- und kalenderbereinigt

### Zinsen und Euro/US-Dollar-Kurs

10-jährige Renditen Deutschland und USA in %



Euro/US-Dollar-Kurs, 1 Euro = ... US-Dollar



Quellen: Bloomberg

**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-Bötzkes-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4492

Dezember 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