



Autor: Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Editor: Patrick von der Ehe
patrick.ehe@ikb.de

Fazit: Der Inflationsdruck wird im Jahr 2023 spürbar sinken. Die Weichen hierfür sind bereits gestellt. So trüben sich aktuell die Konjunkturaussichten ein, während die hohe Inflation die Kaufkraft belastet und somit den Konsum schwächt. Auch sind die Gewinne am Standort Deutschland im ersten Quartal unter Druck geraten. Kosten wie Rohstoffpreise oder Löhne können immer weniger weitergegeben werden.

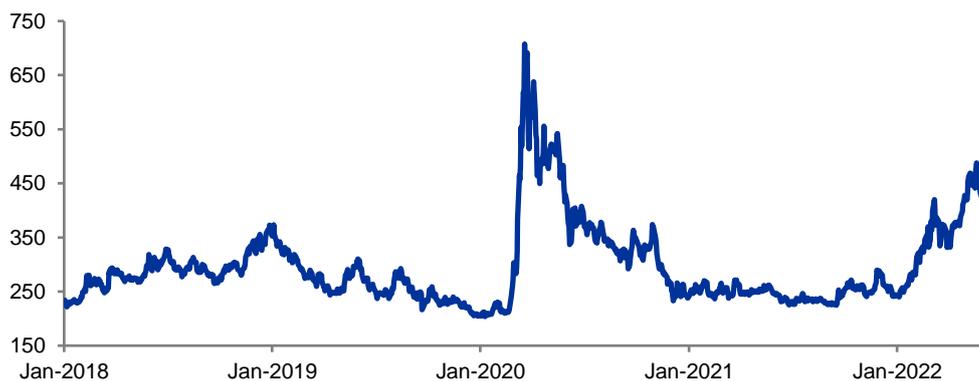
Noch überrascht die Inflation weiter nach oben, was zu Nervosität bei den Notenbanken geführt hat. Dies gilt für die USA, wo die Gefahr einer Rezession aufgrund der ambitionierten Geldpolitik der Fed spürbar zugenommen hat. Es gilt aber auch für die Euro-Zone, wo das zögerliche Verhalten der EZB Spekulationen über einen starken Aufholbedarf an Zinsschritten nährt.

Doch der Inflationsdruck wird sich infolge der Konjunkturerwartungen spürbar drehen. Wie hoch die Zinsen bis dahin steigen müssen, bleibt abzuwarten. Deshalb ist das Risiko für Bundrenditen kurzfristig weiter nach oben gerichtet.

Aktuelle Rahmenbedingungen – die Weichen für sinkende Inflation sind gestellt

Aktuell scheint sich ein perfekter Sturm aufzubauen: Der Kostendruck infolge hoher Rohstoffpreise bleibt hoch, die Konjunktur trübt sich ein, Renditen steigen kräftig. Noch nie ergab sich in den letzten Jahren solch eine Konstellation, bei der die Geldpolitik mitverantwortlich für die Konjunkturertrübung ist. In vorangegangenen Konjunkturkrisen konnte die Notenbank die negativen Entwicklungen durch eine expansive Geldpolitik dämpfen. In Folge sind die Insolvenzquoten bei den Unternehmen nie bedeutsam angestiegen. Nun bekommt die Realwirtschaft zunehmend Gegenwind. Der reale Konsum ist aufgrund von Kaufkraftverlusten infolge der hohen Inflation unter Druck. Investitionen werden angesichts der Unsicherheit rund um den Krieg in der Ukraine zurückgestellt, während Lieferengpässe und die Folgen der Corona-Pandemie immer noch Stimmung und Wertschöpfungsketten belasten. Weltweit werden BIP-Wachstumsprognosen nach unten und Inflations- sowie Zinsprognosen nach oben revidiert. In der Folge nimmt die Risikoaversion auf den Märkten spürbar zu, und das systematische Ausfallrisiko steigt – aufgrund der Konjunkturabschwächung und der restriktiveren Geldpolitik. Aus Unternehmenssicht wird Liquidität ein zunehmend wichtiges Gut.

Abb. 1: iTraxx Europe Crossover, Sub-Investment corporates, in bp



Quelle: Bloomberg

Mehr und mehr macht sich die Sorge breit, die Notenbanken könnten die Konjunkturertrübung nicht dämpfen, sondern durch Zinsanhebungen bewusst verstärken. Dies gilt auch für die EZB, die sich im Vergleich zur Fed bis jetzt eher bedeckt gehalten hat. Denn die Inflation, die auch in den kommenden Monaten eher nach oben als unten überraschen sollte, erzwingt zunehmend eine restriktive Geldpolitik – so zumindest die Einschätzung der Zins- und Kreditmärkte. Und selbst die aktuellen Erwartungen an die EZB spiegeln das Zinsrisiko nicht ausreichend, denn nicht nur die Notenbank bremst die Konjunktur. Auch die hohen Rohstoffpreise belasten die Konjunktur, während der Krieg in der Ukraine hohe Lohnforderungen vor allem in der Euro-Zone erschweren

sollte. In den USA steigt dagegen das Risiko, dass eine aggressive Fed die Wirtschaft abwürgen könnte. Das gewünschte „soft landing“ wird also immer unwahrscheinlicher, und die US-Zinskurve könnte Ende 2022/Anfang 2023 invers werden. Angesichts der realwirtschaftlichen Entwicklungen scheint jedoch eins klar zu sein: **Die Inflationsrate wird nachlassen. Die Frage ist nur, wie groß der Schaden für die Realwirtschaft sein wird, bzw. wie stark die Zinsen steigen werden.**

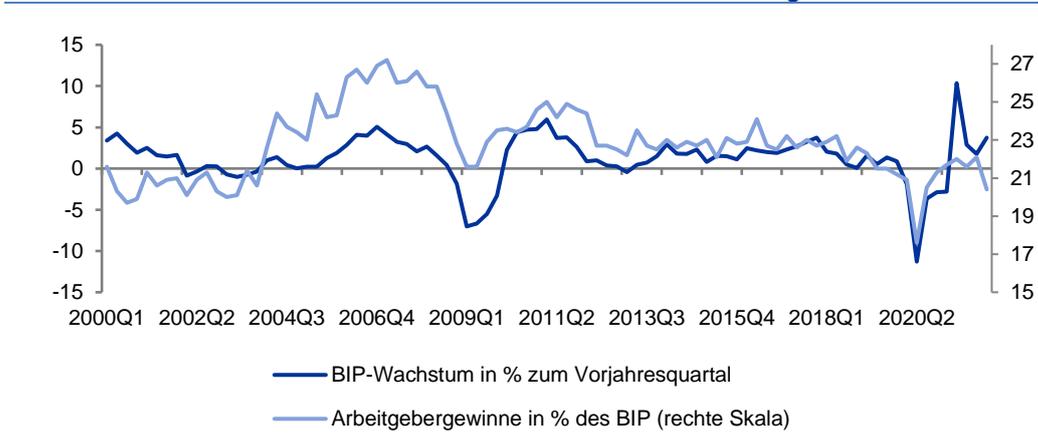
Braucht es in der Euro-Zone eine effektive geldpolitische Straffung, um den Inflationsdruck in den Griff zu bekommen, sind selbst die aktuellen Erwartungen von steigenden Zinsen nicht ausreichend – vor allem wenn die Fiskalpolitik mit höheren Ausgaben auf die Konjunkturertrübung reagiert und so einer geldpolitischen Straffung entgegenwirkt. Muss die EZB die Wirtschaft abkühlen, ist von weiter spürbar steigenden Renditen auszugehen. Grundsätzlich sollten die kommenden Monate von hoher Volatilität geprägt sein, da die Inflationsdynamik wohl eher nach oben überrascht. **Doch die Konjunkturertrübung wird den Kostendruck auf Löhne und Margen umlenken und so die Inflationsdynamik abschwächen.** Hinzu kommen Rohstoffpreise, deren Anstieg ebenfalls nachlassen sollte. Dies gilt vor allem für konjunktursensitive Rohstoffe, für die sogar von absoluten Rückgängen auszugehen ist.

Diese Dynamiken sprechen dafür, dass die EZB die Handbremse nur leicht anziehen muss. **Allerdings birgt ihr eher reaktives Verhalten für Bundrenditen weiterhin ein kurzfristiges Risiko nach oben, auch weil die Inflationsdaten und damit der Handlungsdruck auf die Notenbank kurzfristig hoch bleiben sollten und demnach Zinsüberraschungen durchaus möglich sind.** In den USA, wo die Fed ihren Leitzins sogar um 75 bp anhob, wird zunehmend erwartet, dass die Fed mit ihren Zinsanhebungen übertreiben könnte. So sind wieder sinkende US-Zinsen bereits im Jahr 2023 durchaus möglich. Lange haben Notenbanken versucht, den Inflationsanstieg auszusitzen. Nun scheint der Handlungsdruck so hoch zu sein, dass die Gefahr von Übertreibungen ansteigt. **Das jüngste Notenbankverhalten stützt die Einschätzung, dass die Inflationsrate nachlassen wird. Die Frage ist nur, bei welchem Zinsniveau und zu welchen Kosten für die Realwirtschaft.**

Fokus Deutschland: Margen bereits im ersten Quartal 2022 unter Druck

Die Kombination eines hohen, immer noch ansteigenden Kostendrucks und einer sich abschwächenden Nachfrage sorgt zunehmend für Margendruck bei den deutschen Unternehmen bzw. am Wirtschaftsstandort Deutschland. Die Unternehmensgewinne sind relativ zum BIP schon im ersten Quartal 2021 unter Druck geraten; eine Entwicklung, die sich sicherlich im zweiten Quartal verschärft hat. Neben Rohstoffpreisen spielt hier auch Lohndruck eine wichtige Rolle. Dieser sollte noch auf Sicht nicht nachlassen. Schließlich liegen die zu erwartenden realen Einkommensverluste der deutschen Haushalte in den Jahren 2021 und 2022 bei rund oder sogar über 10 %. Auch wenn Lohnerhöhungen im ersten Quartal vor allem aus Einmalzahlungen bestanden, hat sich dennoch spürbarer Druck auf die Gewinnmargen am Standort Deutschland gebildet. **Kosten können nicht mehr einfach weitergegeben werden. Dies belastet zunehmend den Ausblick für Unternehmensbonitäten und damit auch für die Konjunktur.**

Abb. 2: Deutschland: BIP-Wachstum und Unternehmergewinne



Quelle: Statistisches Bundesamt

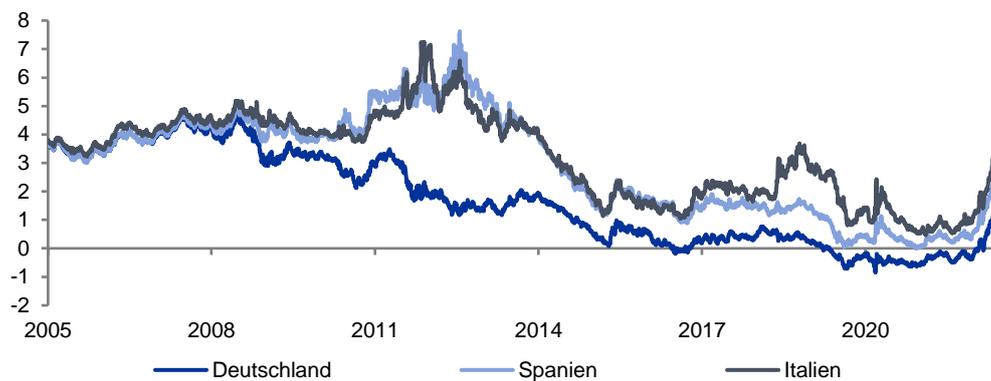
Fragmentierung in der Euro-Zone muss entschieden entgegengewirkt werden

Bei den Aktienmärkten bleibt die Volatilität kurzfristig hoch. Die Zinsen steigen nicht, weil die Wirtschaft gut läuft, sondern um sie abzukühlen. Die Margen sind unter Druck, während der Risikoappetit der Märkte nachlässt. All dies belastet Bewertungen und Gewinnerwartungen. Eine Euro-Aufwertung würde zwar helfen, den Inflationsdruck in der Euro-Zone auf die Handelspartner abzuwälzen. Für global agierende DAX-Unternehmen hat eine Aufwertung jedoch auch eine Gegenseite: Gewinne aus dem Ausland werden belastet. Dennoch: Der effektivste und schnellste Weg den Inflationsanstieg zu dämpfen, wäre eine spürbare Aufwertung des Euro. Gerade bei einer sich abschwächenden Nachfrage würden Importpreise spürbar zurückgehen und sinkender Rohstoffpreisdruck könnte an den Verbraucher weitergegeben werden. Angesichts der anhaltend voranpreschenden

Fed ist es allerdings herausfordernd, den Euro gegenüber dem US-Dollar an Boden gewinnen zu lassen. **Was jedoch zu verhindern ist, ist eine erneute Euro-Krise, also eine erneute Unsicherheit über den Erhalt der Euro-Zone und eine zunehmende Fragmentierung der Euro-Zinsmärkte. Dies würde den Euro-Wechselkurs schwächen und eher für noch mehr Inflationsdruck sorgen.** So ist die EZB gut beraten, die Fragmentierung der Märkte ernst zu nehmen und entscheidend dagegen vorzugehen.

Je mehr sich die Konjunktur eintrübt, desto sensibler werden Risikoprämien hochverschuldeter Euro-Länder reagieren. Eine Fragmentierung müsste eigentlich den geldpolitischen Transmissionsmechanismus stärken. Schließlich sollten steigende Renditen für hochverschuldete Länder klare Anreize für eine Haushaltskonsolidierung liefern. In der Euro-Zone ist dies jedoch nicht der Fall (siehe [IKB-Kapitalmarkt-News 25. Mai 2022](#)). Im Gegenteil, eine schwache Konjunktur und die historische EZB-Handlungsbereitschaft schaffen eher Anreize für Defizitauseweitungen, die wiederum die Effektivität der Geldpolitik verwässern – zumindest was die Bekämpfung der Inflation betrifft. **So gibt es keinen Widerspruch zwischen steigenden Zinsen und einem fokussierten Anleihekauf, da höhere Renditen keine Anreize für Konsolidierung schaffen, sondern nur den Euro-Wechselkurs aufgrund der Sorge vor einer erneuten Euro-Krise schwächen würden.**

Abb. 3: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: 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-Böttzkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Dr. Klaus Bauknecht
Volkswirtschaft
Telefon +49 211 8221-4118

20. Juni 2022

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: Dr. Patrick Trutwein, Steffen Zeise