

IKB Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

Juli 2023

Deutsche Konjunktur: Wachstumsimpulse fehlen 2

In- und ausländische Nachfrageschwäche macht sich mehr und mehr bemerkbar • Strukturelle Herausforderungen belasten zudem • Fachkräftemangel dürfte sich als Wachstumsbremse erweisen • 2023 sollte deutsche Wirtschaft schrumpfen und sich 2024 nur moderat beleben

Geldpolitik: Reduzierter Handlungsdruck für die EZB 5

Daten deuten auf weiter nachlassende Konjunktur hin • Straffe Geldpolitik zeigt zunehmend Wirkung • Handlungsdruck auf EZB für weitere Zinserhöhungen hat sich verringert • Zinsplateau könnte bald erreicht sein • Zinssenkungen im Euro-Raum sind vorerst nicht zu erwarten

Inflation und Rezession: Wohlfördernde Politik gefragt 8

Rezession verstärkt strukturelle Herausforderungen • Geringe Investitionsquote belastet Wachstum • Fiskalpolitik konzentriert sich zu stark auf die Nachfrage und Transferzahlungen • Jetzt ist Wachstumspolitik gefragt • Die Angebotsseite muss gefördert und ausgeweitet werden • Auch ein Anstieg der Arbeitszeit ist zu diskutieren

Verarbeitendes Gewerbe: Vielfältige Herausforderungen brauchen Kraftakt 12

Verarbeitendes Gewerbe verzeichnet schon länger Produktionsrückgänge • Investitionszurückhaltung am Standort Deutschland gefährdet Wachstum • Zunehmende Produktionsverlagerungen drohen • Trotz hoher Energie- und Lohnkosten sowie strikter CO₂-Vorgaben müssen sich Investitionen am Standort Deutschland lohnen

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

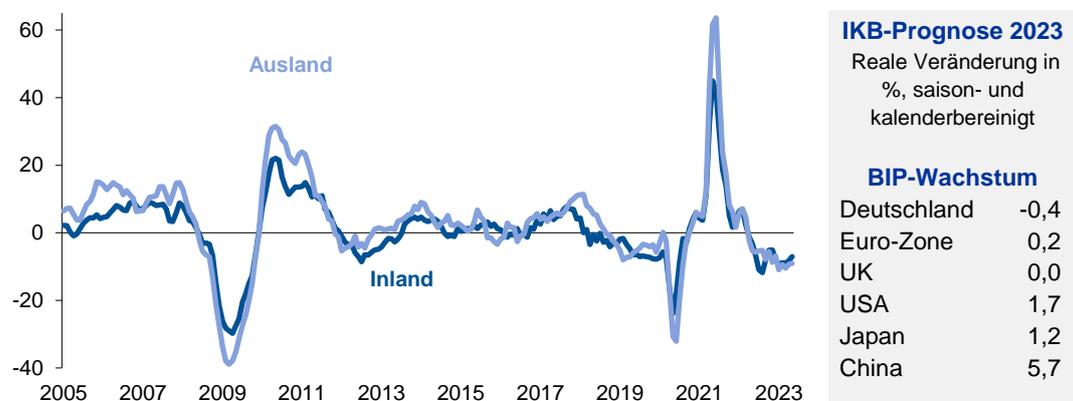
Carolin.Vogt@ikb.de

Eugenia Wiebe

+49 211 8221 3174

Eugenia.Wiebe@ikb.de

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes (in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt)



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

Deutsche Konjunktur: Wachstumsimpulse fehlen

Das ifo Geschäftsklima hat sich im Juli weiter eingetrübt. Der Index sank deutlich um 1,3 Zähler. Dabei waren die Unternehmen insbesondere mit ihren laufenden Geschäften merklich unzufriedener; die Lagebeurteilung fiel um 2,4 Zähler. Die ohnehin schon pessimistischen Geschäftsperspektiven haben sich geringfügig weiter eingetrübt.

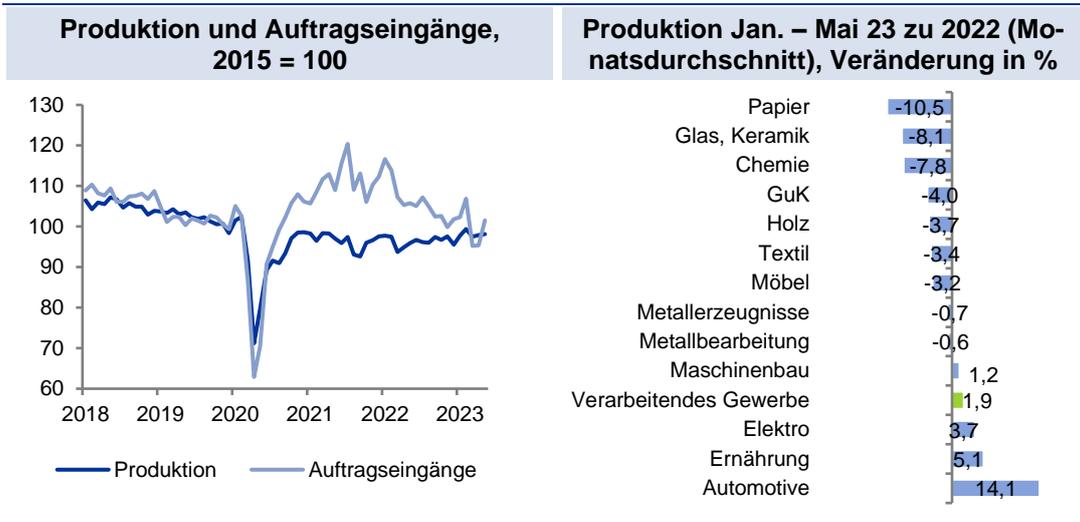
Bezogen auf die Sektoren liegen nur noch die Dienstleistungen leicht im Stimmungsplus, sie haben aber auch an Optimismus verloren. Für alle anderen Bereiche – Bau, Verarbeitendes Gewerbe sowie Groß- und Einzelhandel – befinden sich die Stimmungssalden klar im Minus. Ähnliches zeigt sich auch beim PMI-Index. Der Konjunkturpessimismus dominiert. Die Unternehmen spüren mehr und mehr die fehlenden Wachstumskräfte. Die Exporte bekommen durch die nur moderate weltwirtschaftliche Entwicklung keinen Schwung, und im Inland werden Konsum und Investitionen noch durch die Inflation bzw. zunehmend durch die straffe Geldpolitik beeinträchtigt.

2023 – negative Kräfte überwiegen

Die Industrie konnte die Dynamik aus dem ersten Quartal im laufenden Vierteljahr nicht halten. Trotz der kräftigen Produktionsanstiege im Januar und Februar ist der Produktionsindex in der Tendenz rückläufig. Nachdem die Hoffnung aufkam, dass der Rückgang bei den energieintensiven Produktionsbereichen im Einklang mit dem deutlich gefallenem Gaspreis zu Jahresbeginn gestoppt werden konnte, hat sich dies in den Folgemonaten wieder umgekehrt. Die Produktion der energieintensiven Bereiche hat jüngst dreimal in Folge nachgegeben, was nicht nur mit einer schwachen Nachfrage begründet werden kann; dauerhafte Produktionsverlagerungen ins Ausland oder Geschäftsaufgaben dürften auch eine Rolle gespielt haben.

In der Automobilindustrie dominieren dagegen aktuell positive konjunkturelle Dynamiken. Die Produktion lag im Mai fast 5 % über dem Vormonat und 18 % über dem Niveau von Anfang 2022. Noch geben Aufholeffekte und die Abarbeitung von Bestellungen Auftrieb. Die strukturellen Herausforderungen dieser Branche sind allerdings angesichts neuer Antriebstechnologien bekannt, ebenso wie die anhaltende Verlagerung der Wertschöpfung ins Ausland. So lag die inländische Produktion im Mai rund 14 % unter dem Niveau von Anfang 2018 und in etwa auf dem Niveau von 2010.

Deutschland: Industrie



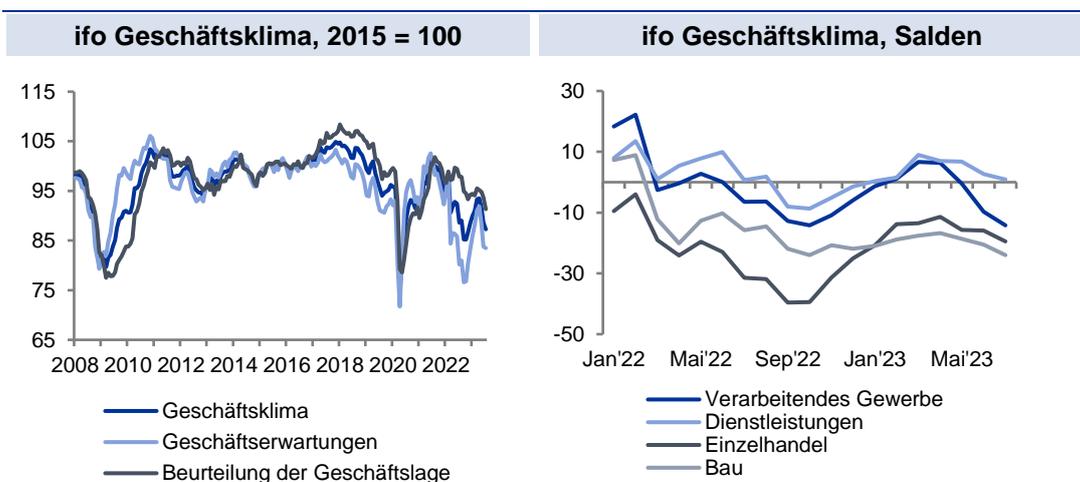
Quelle: Statistisches Bundesamt

Mit der aktuellen Konjunkturertrübung dürften sich nun konjunkturelle und strukturelle Dynamiken auch für die Automobilindustrie verstärken. So besteht die Gefahr, dass sich der negative Produktionstrend der letzten Jahre durch eine Konjunkturertrübung verstärkt. Die aktuelle Erholung der Produktion am Standort Deutschland sollte deshalb zunehmend Gegenwind erhalten.

Im Vergleich zum Vorjahr dürften neben der Automobilindustrie aufgrund der beschriebenen Sondereffekt nur der Maschinenbau, die Nahrungsmittel- und die Elektroindustrie ein positives Jahreswachstum erzielen. Alle anderen Branchen werden voraussichtlich schrumpfen. Die Elektroindustrie und die konjunkturunabhängige Nahrungsmittelindustrie sind die einzigen Branchen, die ihr Vorkrisenniveau von 2019 überschritten haben.

Im laufenden Jahr wird es für das Verarbeitende Gewerbe insgesamt keine Impulse geben. Dämpfend auf die Industriekonjunktur wirkt, dass die globale Nachfrage deutlich an Dynamik verloren hat. Aufgrund der schwachen Auftragslage werden zunehmend die Auftragsbestände abgearbeitet.

Deutschland: ifo Geschäftsklima



Quelle: FERI (ifo)

Im Baugewerbe wird sich die Rezession fortsetzen. Nach der witterungsbedingt kräftigen Ausweitung der Produktion im ersten Quartal dürfte diese im Jahresverlauf deutlich nachlassen. Insbesondere der Wohnungsbau spürt die gestiegene Zinslast, was sich in anhaltend hohen Stornierungszahlen niederschlägt. Auch die hohen Preise für diverse Bauvorhaben – auch wenn die Preise nachlassen - dämpfen die Nachfrage.

Der Handel und konsumnahe Dienstleistungen wurden vor allem durch die Inflation belastet. Diese Bereiche fassen mit nachlassendem inflationärem Druck aber wieder Tritt. Unternehmensnahe Dienstleistungen dagegen leiden wie die Industrie zunehmend unter Auftragsmangel.

2024 – nur moderate Belebung

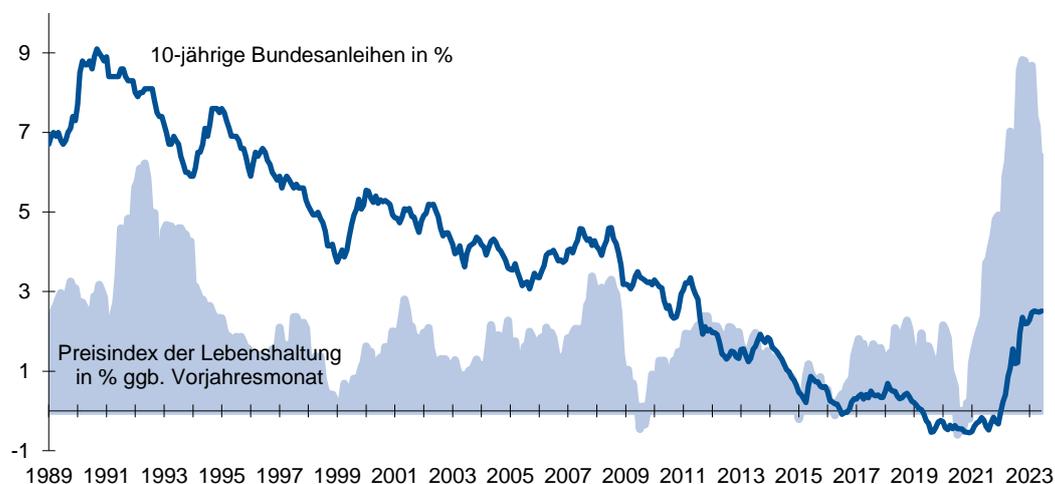
Im nächsten Jahr sollte die gesamtwirtschaftliche Produktionsdynamik ebenfalls nur moderat wachsen. In der Industrie wird das Wachstum aufgrund nur schwacher Impulse aus dem Ausland und eines sinkenden Auftragsbestands gedämpft verlaufen. Zudem belasten die strukturellen Anpassungen in den energieintensiven Branchen und der Automobilindustrie. Das Baugewerbe sollte sich seiner Talsohle nähern, da die Zins- und Preisbelastung sich nicht mehr verstärken. Konsumnahe Dienstleistungen und der Einzelhandel sollten vom nachlassenden Preisdruck und Einkommenszuwächsen der Konsumenten profitieren.

Einschätzung

Neben der schwachen Konjunktur macht sich der demografische Wandel als Wachstumshemmnis zunehmend bemerkbar. So dürfte die Dynamik bei den beschäftigungsintensiven Wirtschaftsbereichen spürbar nachlassen, und der Fachkräftemangel könnte eine wieder kräftiger anziehende Baukonjunktur behindern.

Nach dem die deutsche Wirtschaft im ersten Quartal geschrumpft ist und im zweiten lediglich stagnierte, dürfte das BIP im Jahresdurchschnitt 2023 leicht sinken. Im kommenden Jahr sollte die gesamtwirtschaftliche Leistung dann nur moderat um rd. 1 % zulegen.

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



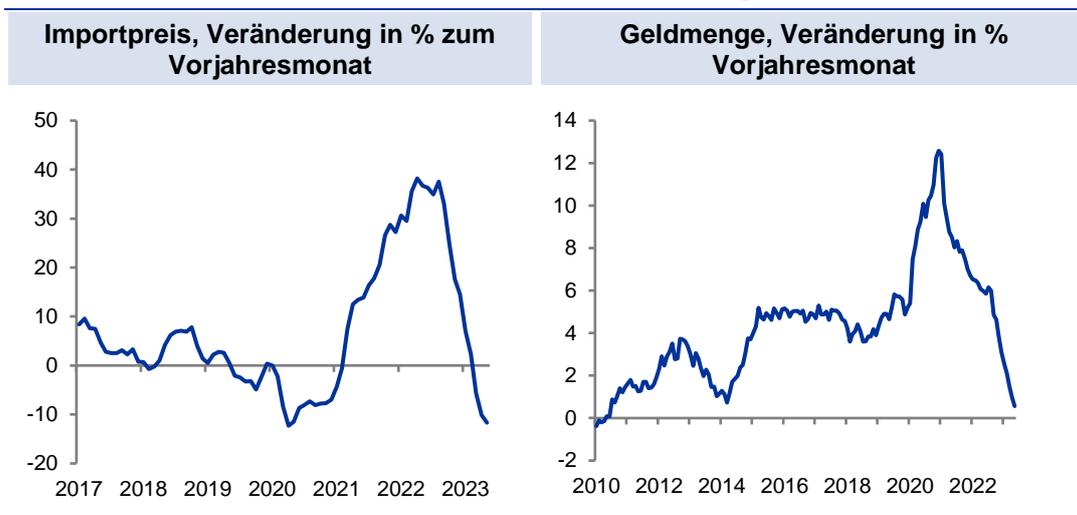
Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank

Geldpolitik: Reduzierter Handlungsdruck für die EZB

Benötigt die Euro-Zone eine Rezession, um den Inflationsdruck entscheidend zu reduzieren? Ist ein Einlagenzinsniveau von 4 % ausreichend hoch, um einen überzeugenden Rückgang des Inflationsdrucks zu erreichen? Eine entscheidende Größe bei der Beurteilung ist der Importpreis – und der sinkt aktuell. Die Euro-Zone importiert also Deflation. Angesichts des hohen Offenheitsgrades der europäischen Währungsunion sind solche Impulse für das Nachlassen der Inflationsdynamik nicht zu vernachlässigen. Hierbei spielen nicht nur Rohstoffpreise eine Rolle. Auch die schwache chinesische Konjunktur sorgt für unerwartete Überkapazitäten und damit Abwärtsdruck auf Erzeugerpreise. Doch noch wichtiger ist vielleicht der Euro-Devisenkurs. Dieser wertet weiter deutlich auf – nicht zuletzt dank der Zinserhöhungen der EZB. Eine Euro-Aufwertung kommt einer geldpolitischen Straffung gleich und verstärkt die globalen deflationären Kräfte, die aktuell auf die europäischen Einfuhren wirken. Zudem ist nicht mit einer schnellen Erholung der Weltwirtschaft und mit einem Anstieg der Rohstoffpreise zu rechnen. Bleibt der Deflationsdruck erhalten, reicht eine geringere geldpolitische Straffung aus und weniger Zinsanhebungen sind erforderlich. Bereits in den letzten Jahren war die importierte Inflation ein wichtiger Treiber für die hohe Volatilität der Inflationsrate. Die geldpolitische Straffung verstärkt den aktuellen Deflationsdruck. Zum einen erhöht sie den Aufwertungsdruck des Euro. Zum anderen schwächt sie die Binnennachfrage und beschleunigt die Weitergabe der sinkenden Importpreise. Ist das Ausmaß der importierten Deflation ausreichend groß, bedarf es womöglich keiner spürbaren Konjunkturertrübung bzw. Rezession, um den Preisdruck zu dämpfen. Die Euro-Zone würde ihren Lebensstandard vor allem auf Kosten ihrer Handelspartner aufrechterhalten.

Doch die konjunkturelle Eintrübung schreitet voran. Die Erhöhungen des Einlagenzinssatzes seit Juli 2022 – auf aktuell 3,75 % – stellen eine nennenswerte geldpolitische Wende bzw. Straffung dar. Und die Wirkung ist nicht ausgeblieben. In der Euro-Zone hat sich die Kreditnachfrage deutlich abgekühlt. Die reale Geldmenge sinkt bereits länger und auch die Dynamik der nominalen Geldmenge schwächt sich spürbar ab. Solch eine effektive geldpolitische Straffung wird ihre Folgen für die Realwirtschaft unweigerlich im Verlauf des Jahres 2023 und vor allem 2024 zeigen. Gemessen an der Importpreisentwicklung bzw. dem Euro-Devisenkurs sowie der realen Geldmenge scheint die EZB somit genug getan zu haben, um zumindest zu pausieren.

Euro-Zone: Preise und Geldmenge



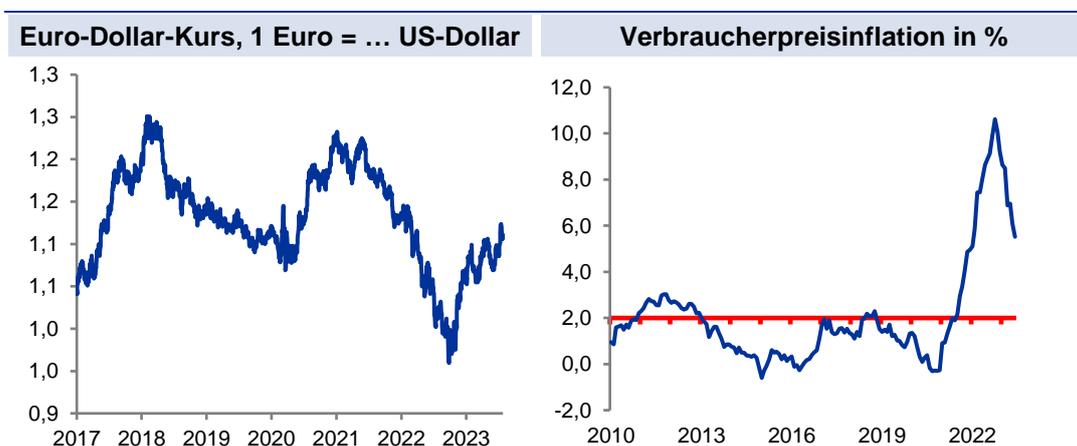
Quelle: FERI (Eurostat)

Die Notenbanken, insbesondere die Fed, haben aufgrund des intransparenten geldpolitischen Transmissionsmechanismus oftmals die Tendenz zu übertreiben. Allerdings steht gerade die EZB in der Bringschuld, denn der Verlauf der Inflationsrate in der Euro-Zone ist schon seit über 10 Jahren durch eine instabile Zeitreihe gekennzeichnet, deren Erwartungswert wenig mit dem Inflationsziel zu tun hat. Dabei geht es vorrangig nicht um eine niedrige Inflation, sondern vor allem um die Stabilität der Inflationsrate. Das Inflationsziel sollte also mittelfristig wieder einen sinnvollen Erwartungswert für die mittelfristige Inflationsentwicklung darstellen. Eine weitere Anhebung des EZB-Einlagenzinssatzes im September auf dann 4,0 % ist nicht gänzlich auszuschließen. Weitere Erhöhungen könnten dann aber die Glaubwürdigkeit der EZB und des Inflationsziels aufgrund der zunehmenden Gefahr von Übertreibungen schwächen.

Die Fed hat die Zinsen zügiger angehoben als die EZB, und der US-Dollar kommt zunehmend unter Druck. Dennoch scheint die geldpolitische Straffung der US-Wirtschaft bis dato wenig zugesetzt zu haben. Auch hier zeigt sich, die Geldpolitik braucht Zeit. Mehr als in der Euro-Zone scheint in den USA die Sorge vor einer Übertreibung berechtigt zu sein. Deshalb wird eine erste Zinssenkung der Fed deutlich vor der EZB erwartet. Das bedeutet:

- Die Euro-Aufwertung sollte im Jahr 2023 anhalten.
- Die deutsche Zinskurve sollte zunehmend inverser werden.

Euro-Zone: Euro-Dollar-Wechselkurs und Inflation



Quellen: Bloomberg; FERI (Eurostat)

Punkte aus der Pressemitteilung bzw. Konferenz

- Wie erwartet, hat die EZB ihre Zinssätze um weitere 25 bp angehoben. Der Einlagenzinssatz liegt nun bei 3,75 %.
- Der EZB-Rat hat ferner beschlossen, die Mindestreserven künftig mit 0 % zu verzinsen. Damit soll die Geldpolitik effizienter gestaltet und ihr Durchwirken auf die Geldmärkte sichergestellt werden.
- Die Inflation gehe weiter zurück. Die EZB erwartet jedoch nach wie vor, dass die Teuerung zu lange zu hoch bleiben wird.
- Im Gegensatz zu früheren Treffen hat sich Präsidentin Lagarde vorsichtiger geäußert, was die nächsten Schritte angeht. So hat sie keine Aussage über konkrete Zinserhöhungen im September getätigt; eine Zinssenkung schloss sie allerdings aus. Die EZB werde dafür sorgen, dass die Leitzinsen so lange wie erforderlich auf einem ausreichend restriktiven Niveau bleiben werden, um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen 2 %-Ziel zu erreichen. Sie werde dabei datengestützt auf Basis ihrer Inflationsprognosen agieren. Es hänge ausschließlich von den Daten ab, was in den kommenden Sitzungen geschehe.

Fazit – Einschätzung

Wie erwartet hat die EZB ihre Zinssätze um 25 bp angehoben. Die weitere Vorgehensweise wird dann von der Datenlage abhängen. Aktuelle Preisdaten, die Geldmengenentwicklung und die Euro-Aufwertung deuten auf ein weiteres Nachlassen der Inflation hin. Der Handlungsdruck auf die EZB hat sich damit verringert, eine Zinspause scheint möglich. Baldige Zinssenkungen im Euro-Raum sind aber nicht zu erwarten.

Inflation und Rezession: Wohlfördernde Politik gefragt

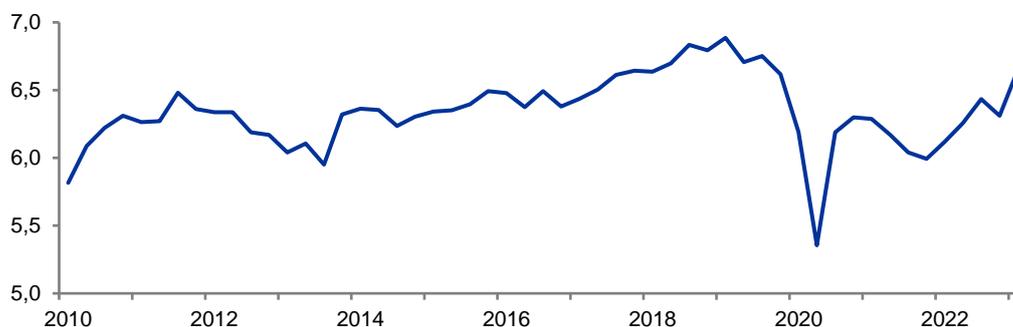
Fazit: Die aktuelle Konjunkturertrübung verstärkt strukturelle Herausforderungen, wie die zu niedrige Investitionsquote am Standort Deutschland. Das hat auch mittelfristige Folgen – unter anderem für das Erreichen der Klimaziele.

Ein Fiskalpaket zur Nachfragestärkung macht vor diesem Hintergrund wenig Sinn; stattdessen sind Angebotsreformen gefragt, die das Wachstum steigern und so die Inflation senken: Es gilt, das Arbeitsangebot zu erweitern und die Arbeitsstunden zu erhöhen. Ein Rückgang des Reallohns aufgrund der aktuell hohen Inflation mag hier sogar helfen. Grundsätzlich sollte für eine höhere Investitionsquote, die für die erfolgreiche Transformation der Wirtschaft unabdingbar ist, neben den CO₂-Zielen die Kapitalrendite im Fokus stehen.

Es ist dem Klima nicht geholfen, wenn eine der innovativsten Volkswirtschaften immer weniger eigene Impulse setzen kann und ihre Unternehmen zunehmend ihr Gewinnpotenzial im Ausland sehen – gerade, wenn diese Länder weniger ambitionierte Klimaziele verfolgen. Die deutsche Wirtschaftspolitik setzt sich ehrgeizige Klimaziele, die eine Neuausrichtung des Kapitalstocks der Wirtschaft erfordern. Doch gleichzeitig zweifeln Unternehmen zunehmend an der Attraktivität des Investitionsstandorts Deutschland. Die Folge ist eine Investitionszurückhaltung, die durch die aktuelle Konjunkturertrübung noch verstärkt wird. Gleichzeitig belastet die hohe Inflation den Lebensstandard vieler Menschen, was wiederum zu hohen Lohnforderungen führt und die Klimaziele in den Hintergrund rücken lässt.

Was ist in dem Umfeld von Konjunkturertrübung, hoher Inflation und ambitionierten Klimazielen zu tun, um einen spürbaren Investitionsschub sicherzustellen bzw. diesen mit der nächsten konjunkturellen Erholung voranzutreiben? Viele Experten fordern Steuersenkungen – zum Beispiel bei den Strom- oder Unternehmenssteuern. Dies ist sicherlich nicht verkehrt. Schließlich ist alles, was die Rendite von Investitionen steigert, förderlich. Denn nur eine im internationalen Vergleich attraktive Rendite stärkt die Motivation am Standort Deutschland zu investieren. Ansonsten sind auch die Klimaziele nicht zu erreichen, und es kommt infolge staatlicher Regulierung sowie Einmischung zu einer Abwanderung bzw. einem Abbau des deutschen Kapitalbestands.

Abb. 1: Deutschland: private Investitionen, in % zum BIP



Quelle: FERI (Statistisches Bundesamt)

Gerade angesichts der Gefahr eines sinkenden Lebensstandards und des Fachkräftemangels muss mehr passieren. Denn die aktuelle Konjunkturertrübung verschärft die strukturellen Herausforderungen am Standort und benötigt deshalb eine wirtschaftspolitische Antwort. Diese sollte nicht nur Investitionen fördern, sondern auch dem Inflationsdruck entgegenwirken. Normalerweise wirkt die Fiskalpolitik über die Nachfrage: Staatsausgaben, Konjunktur- oder Entlastungspakete, sie alle haben ihren primären Einfluss auf die

Nachfrageseite der Wirtschaft. Schließlich geht es in einer Rezession darum, die Auftragsbücher zu füllen. Aktuell ist dies jedoch eher kontraproduktiv. Denn eine Nachfragestärkung würde den Anstrengungen der EZB entgegenwirken, die Nachfrage durch Zinsanhebungen zu dämpfen.

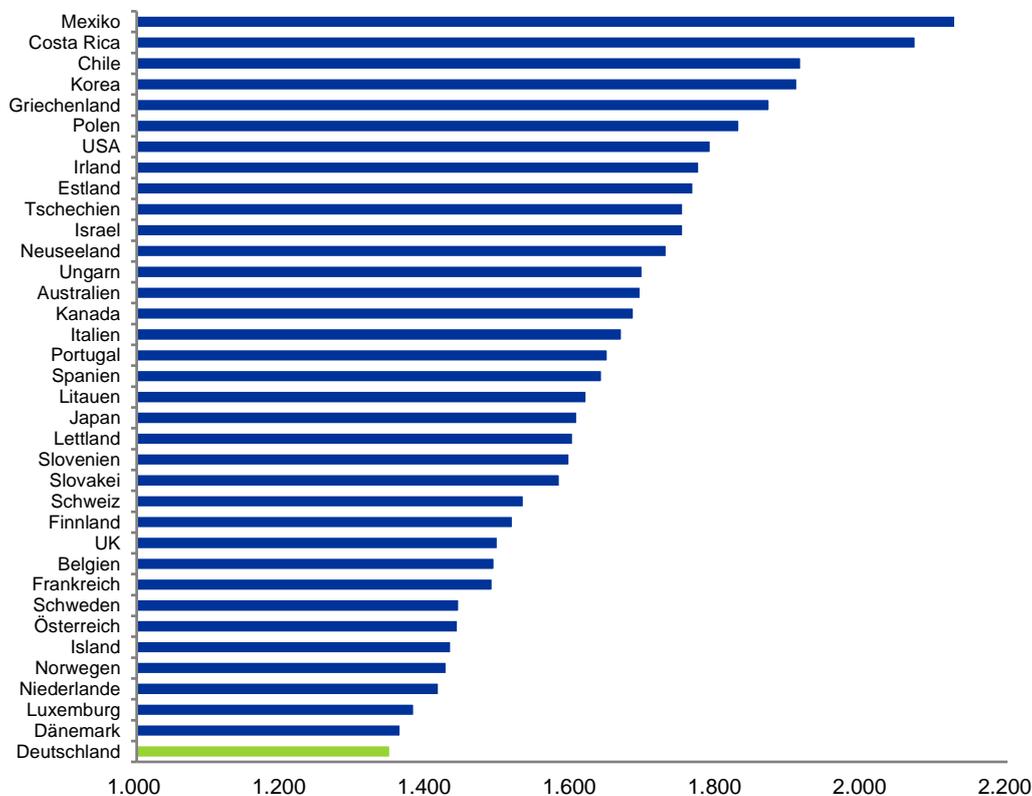
Das Ziel der Geldpolitik ist es, die Nachfrage zu schwächen, um so den Preisdruck in der Wirtschaft zu dämpfen. Durch die Nachfrageschwäche baut sich Margendruck auf. Unternehmen können ihre gestiegenen Kosten bei höheren Löhnen kaum weitergeben. Das belastet Konjunktur und Lebensstandard. Würde die Anpassung hingegen über eine Ausweitung der Angebotsseite erfolgen, würde dies den Raum für mehr Konsum und damit einen höheren Lebensstandard schaffen. Im Allgemeinen sind es technologischer Fortschritt, Investitionen sowie Produktivitätswachstum, die zu einem höheren Lebensstandard und mehr Gütern führen. Die Ausweitung der Produktion wirkt dann dem Preisdruck entgegen. **Eine nachhaltige wohlförderungsfördernde Reaktion auf einen Inflationsschock ist also eine Angebotsausweitung.** Diese ist kurzfristig jedoch kaum kontrollierbar. Rohstoffpreiserückgänge, technologischer Wandel oder ein Investitionsboom lassen sich nur schwer planen oder zügig umsetzen.

Fachkräftemangel und eine alternde Bevölkerung werden häufig als Gründe für eine höhere Inflation angeführt. Das Angebotspotenzial der Wirtschaft wird durch fehlende Fachkräfte eingeschränkt, während die Nachfrage zum Beispiel durch einen erhöhten Bedarf an Pflege oder medizinischer Versorgung steigen wird. Unterm Strich ergibt sich ein Ungleichgewicht. Ohne eine mittelfristige Reaktion der Angebotsseite und einer Zunahme des Potenzialwachstums wird dies für Preisdruck sorgen und langfristig für einen höheren Gleichgewichtszinssatz. Denn die Notenbank muss die Nachfrage zügeln, um trotz der Angebotshemmnisse ein Gleichgewicht in der Wirtschaft zu erreichen. Die global integrierte Wirtschaft mag den Nachfragedruck durch Importe dämpfen. Allerdings ist dennoch ein höherer Zinssatz erforderlich, um einer überzogenen Abwertung des Devisenkurses entgegenzuwirken. **Somit kommt es infolge des demografischen Wandels nicht zu einer höheren Inflation, sondern zu einem höheren Zinsniveau.** Auch deshalb bedarf es grundsätzlich einer höheren Investitionsquote – um die Produktivität pro Arbeitnehmer zu steigern und so dem Fachkräftemangel entgegenzuwirken. Auch im Dienstleistungssektor haben sich dank Digitalisierung und KI neue Investitionsfelder ergeben, die eine spürbare Produktivitätssteigerung sicherstellen können. **Deutschland benötigt also eine höhere Investitionsquote, um sein Potenzialwachstum zu steigern und eine wohlförderungsfördernde Wirtschaftspolitik sicherzustellen.**

Oft wird von einem Dilemma gesprochen, wenn es um Stagflation geht, also steigende Inflation und sinkendes Wachstum. Denn eigentlich müsste die Fiskalpolitik die Rezession bekämpfen, doch dies würde nur für mehr Inflationsdruck sorgen. Ähnliches gilt für die Geldpolitik. Die Lösung sind strukturelle Reformen, also eine Politik, die die Angebotsseite im Fokus hat und so für mehr Potenzialwachstum und eine niedrigere Inflation sorgt – also das Gegenteil einer Stagflation. Auch wenn die Importpreise schon länger fallen und für Deflationsdruck in der Wirtschaft sorgen, sinkt aktuell das reale Einkommen bzw. das reale Lohnniveau noch immer. Hohe Lohnabschlüsse werden den Wohlstand allerdings nicht sichern, sondern aufgrund des Margendrucks für Zurückhaltung bei Investitionen und höhere Inflation sorgen. Ein Rückgang des Reallohns ist hingegen ein starker Anreiz, um die Arbeitsstunden und damit das Arbeitsangebot zu erweitern. Das erhöht das Potenzialwachstum, senkt die Inflation und verbessert die Rentabilität des investierten Kapitals. Dies würde wiederum die Attraktivität des Investitionsstandorts Deutschland stärken. **Eine höhere Erwerbsquote bzw. mehr Arbeitsstunden sind deshalb nicht nur Maßnahmen gegen den Fachkräftemangel; sie würden auch die Investitionsquote stützen, Wachstum fördern und Inflationsdruck reduzieren.** Anstatt die Nachfrage zu drosseln, muss deshalb die Angebotsseite ausgeweitet werden. Eine Verbesserung des

Lebensstandards durch Wachstum und nicht durch Transferzahlungen oder hohe Lohnforderungen muss im Fokus stehen.

Durchschnittliche jährliche Arbeitsstunden pro Arbeitnehmer, 2021



Quelle: OECD

Die Konjunkturuntrübung infolge der geldpolitischen Straffung darf von der Wirtschaftspolitik nicht ignoriert werden. Denn die Konjunkturuntrübung verstärkt strukturelle Hemmnisse und führt so zu einer überzogen negativen Stimmung, was der mittelfristigen Transformation der Wirtschaft schadet. Doch was ist zu tun? Die letzten Jahrzehnte waren von einem niedrigen bzw. stagnierenden Produktivitätswachstum geprägt, wobei auch hier die demografische Entwicklung eine Rolle gespielt hat. Kurzfristig lässt sich dies kaum ändern, auch weil Innovationen und ihre Nutzung nur schwer steuerbar sind. **Doch auch wenn eine Produktivitätssteigerung je Arbeitsstunde schwer erreichbar ist, so lässt sich eine Steigerung der Produktivität je Arbeitnehmer durch eine Ausweitung der Arbeitsstunden sehr wohl erreichen.** Deutschland hat eine hohe Erwerbsquote; doch viele Arbeitnehmer, insbesondere Frauen und ältere Menschen, arbeiten in Teilzeit. Die aktuelle Diskussion sollte sich nicht darauf fokussieren, ob wir eine 4-Tage-Woche benötigen, sondern darauf, wie Menschen, die im internationalen Vergleich einen hohen Lebensstandard aufweisen, animiert werden können, mehr zu arbeiten. Aus dieser Sicht bergen die aktuelle Konjunkturuntrübung und die Inflationsdynamik auch Chancen. Denn Wohlstandsverlust durch einen realen Einkommensrückgang ist ein starker Anreiz, mehr zu arbeiten.

Kurz zusammengefasst:

- Die aktuelle Konjunkturuntrübung verschärft die strukturellen Herausforderungen am Standort Deutschland, forciert eine niedrige Investitionsquote und verlangsamt so die Transformation zur klimaneutralen Volkswirtschaft. Zudem besteht das Risiko den Standort Deutschland zu negativ zu betrachten, was die Gefahr erhöht, dass private Investitionen ausbleiben.

- Die Fiskalpolitik konzentriert sich zu stark darauf, die Nachfrage durch Transferzahlungen zu stützen. Dies mag in den vorangegangenen Krisen die richtige Strategie gewesen sein. Aktuell muss jedoch der Fokus auf der Angebotsseite liegen – gerade angesichts der strukturellen Herausforderungen wie Investitionsstau und Fachkräftemangel. Strukturereformen führen zu Wachstum und einer niedrigeren Inflation.
- Dabei geht es nicht nur um Produktivitätssteigerung oder technologischen Wandel. Diese Aspekte sind zwar wichtig, aber nur schwer steuerbar – vor allem kurzfristig. Es geht um die Erhöhung der Arbeitsstunden durch eine konkrete Anreizstruktur.
- Die Erhöhung des Mindestlohns, 4-Tage-Woche, aber auch Investitionen mit dem alleinigen Ziel der CO₂-Reduzierung sind nicht wohlfördernd, sondern führen angesichts eines niedrigen Potenzialwachstum vor allem zu Inflationsdruck. Investitionen am Standort Deutschland müssen sich rentieren, damit die Transformation zur Klimaneutralität durch den Privatsektor gelingen kann.
- Der aktuelle Rückgang des Realeinkommens fördert den Anstieg von Erwerbsquote und Arbeitsstunden. Dies sollte nicht durch höhere Sozialausgaben verwässert werden.

Verarbeitendes Gewerbe: Vielfältige Herausforderungen brauchen Kraft

Fazit: Die aktuelle Konjunkturertrübung könnte durchaus auch mittelfristig Folgen haben. Dies gilt vor allem für das verarbeitende Gewerbe, das schon in den letzten Jahren durch strukturelle Produktionsrückgänge am Standort Deutschland belastet war. Die Chemie- und Automobilindustrie sind Branchen, die besonders vom strukturellen Gegenwind betroffen sind. Doch aktuell ist kein Konjunkturprogramm erforderlich, sondern eine grundsätzliche Verbesserung der Investitionsrendite am Standort Deutschland. Private Investitionen müssen sich trotz der konjunkturellen sowie strukturellen Herausforderungen lohnen – vor allem im internationalen Vergleich. Nur so wird eine perspektivische Konjunkturerholung zu einem Wachstumsschub für die deutsche Volkswirtschaft.

Interpretation von Konjunkturdaten wird durch strukturelle Schwächen erschwert

Aktuell wirken verschiedene Kräfte auf die deutsche Industrie. Hohe Energiekosten, strukturelle Anpassungen wie z. B. infolge der Klimapolitik, des Fachkräftemangels und des Investitionsstaus, aber auch eine deutlich erkennbare Konjunkturertrübung sind bedeutende Herausforderungen. Andere Faktoren, wie Lieferengpässe und stabile Wertschöpfungsketten geraten zunehmend in den Hintergrund. Dies gilt im Übrigen auch weltweit, wie jüngste Stimmungsindikatoren signalisieren. Die Vielzahl von Herausforderungen erschwert die Interpretation monatlicher Daten: Deutet ein monatlicher Richtungswechsel eine nachhaltige Trendwende an; ist dies ein Anzeichen konjunktureller Veränderung, oder ist es einfach nur Volatilität der Daten? **Es besteht die Gefahr, dass die monatliche Verschlechterung konjunktureller Daten eher als Beweis struktureller Hemmnisse und nicht als kurzfristige Dynamik angesehen wird und so für eine erhöhte negative Stimmung sorgt.** Also: Die Konjunkturertrübung führt zu einem überzogen negativen Stimmungsbild, was die die Abkühlung weiter verschärfen könnte. Dies wird durch geopolitische Entwicklungen wie den Ukrainekrieg noch verstärkt. So argumentiert auch das Institut der deutschen Wirtschaft, dass die schwachen deutschen Exportzahlen nach China im ersten Quartal 2023 womöglich eher strukturell als konjunkturell bedingt sind. Die Sorge vor anhaltende Veränderungen bestimmt zunehmend die Einschätzung aktueller Daten. Die deutliche Stimmungseintrübung wie z. B. des ifo Geschäftsklima ist ein Indiz von gegenseitig verstärkenden Dynamiken.

Die Produktion der deutschen Industrie scheint aber tatsächlich schon länger von strukturellen und nicht nur konjunkturellen Themen bestimmt zu sein. So zeigt die Inlandsfertigung schon in den letzten Jahren einen grundsätzlich anderen Verlauf als die Weltproduktion. Und aktuell könnten sich strukturelle und konjunkturelle Faktoren verstärken. Denn die grundsätzliche Wachstumsschwäche aufgrund von Angebotsproblemen wie der Fachkräftemangel wird durch eine sinkende Nachfrage verstärkt. Die Konjunkturertrübung sorgt deshalb nicht nur für eine überzogen negative Stimmung. Sie **engt auch den Handlungsspielraum der Unternehmen ein, strukturelle Herausforderungen anzugehen.** Dies ist daran zu erkennen, dass trotz der notwendigen Neugestaltung des Kapitalstocks aufgrund der CO₂-Ziele eine zurückhaltende Investitionsbereitschaft am Standort Deutschland existiert. Diese wird sich in einer Rezession und bei zunehmenden Margendruck infolge von höheren Lohnforderungen kurzfristig kaum verbessern.

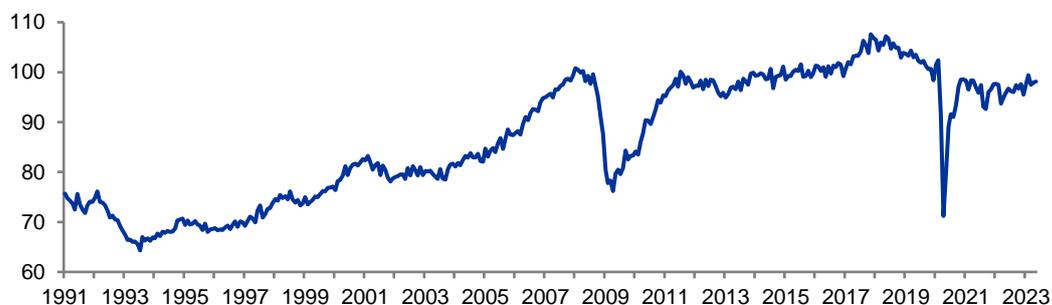
So kann die aktuelle Konjunkturertrübung nachhaltige Effekte für den Industriestandort haben. Der Glaube, die Konjunktur habe nur einen temporären Effekt und strukturelle Herausforderungen einen mittelfristigen, ist neu zu überdenken. Weil die aktuelle Konjunkturertrübung die strukturelle Neuausrichtung bremst und Produktionsrückgänge bzw.

Standortverlagerung forciert, sind die Konsequenzen durchaus mittelfristig zu sehen. Dies wird dadurch verstärkt, dass sich die Konjunkturschwäche aufgrund höherer Zinsen und einer damit weniger unterstützenden Geld- und Fiskalpolitik hinziehen wird; eine relativ schnelle Erholung ist nicht zu erwarten. Insgesamt ist festzuhalten, dass die Konjunkturentwicklung aktuell als negativer Katalysator für positive strukturelle Anpassungen zu sehen ist. Perspektive ist jedoch gefragt. Denn noch erweist sich das deutsche BIP-Wachstum als stabil: Empirisch ist es eine stationäre Zeitreihe um einen Durchschnitts- bzw. Erwartungswert von 1,2 %. **Das bedeutet, weder strukturelle Anpassungen noch verschiedene Krisen haben in den letzten 30 Jahren nachhaltige Disruptionen dahingehend verursacht, dass sich der Erwartungswert des deutschen Wachstums verändert hat.** Bei all der Sorge vor strukturellen Herausforderungen hat sich die deutsche Volkswirtschaft als Ganzes stabil gehalten. Dies kann auch als Erfolg der Krisenpolitik angesehen werden. Betrachtet man allerdings nur das verarbeitende Gewerbe, ist das Bild weniger überzeugend.

Verarbeitendes Gewerbe – Gleichlauf negativer Kräfte braucht entscheidendes Handeln

Zwar scheint auch das Wachstum des verarbeitenden Gewerbes statistisch stabil zu sein. Allerdings sind im Gegensatz zum BIP-Wachstum klare strukturelle Brüche erkennbar. Das durchschnittliche Wachstum hat sich über die Zeit deutlich verändert. Lag das Wachstum zwischen 2000 und 2015 im Durchschnitt bei ca. 2 %, hat es sich seit 2015 und trotz der Aufholeffekte nach der Corona-Pandemie auf 0 % reduziert. Die längste Wachstumsphase ergab sich nach der Rezession von 2002/2003 und der Umsetzung der Agenda 2010. Zwischen 2003 und 2007 betrug das jährliche Wachstum 4 %. Dies war auch eine Phase eines starken weltwirtschaftlichen Wachstums.

Abb. 1: Verarbeitendes Gewerbe: Produktion, 2015 = 100



Quelle: FERI (Statistisches Bundesamt)

Im Mai 2023 ist die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes lediglich um 0,4 % angestiegen, es stagnierte also nahezu. Ist dies ein Zeichen einer Wende, nachdem sich die Produktion seit Jahresanfang erholen konnte? Stimmungs- und Konjunkturindikatoren, Auftragseingänge sowie strukturelle Anpassungen wie Produktionsverlagerung würden alle auf eine erneute bzw. tendenzielle Abschwächung der Produktion hindeuten. Auch ist auf Grundlage der negativen Wachstumsdynamik der letzten Jahre von keinem stabilen Wachstumsanker auszugehen. So ist der Verlauf der monatlichen Daten des verarbeitenden Gewerbes doch kritisch zu sehen. Denn angesichts des Potpourris an Herausforderungen besteht ein hohes Abwärtsrisiko, was die Produktion des verarbeitenden Gewerbes angeht. Dies gilt kurz- wie mittelfristig.

Eine zurückhaltende Investitionsbereitschaft im Umfeld einer rückläufigen Nachfrage wird das Wachstumspotenzial des verarbeitenden Gewerbes auch mittelfristig belasten. Zudem wird angesichts struktureller lokaler Wachstumsbremsen eine perspektivische globale

Konjunkturerholung vermehrt zu Produktionsverlagerungen führen. Was ist zu tun? **Die risikoadjustierte Renditeerwartung für Investitionen am Standort Deutschland muss ausreichend und im internationalen Vergleich attraktiv sein.** Investitionen müssen sich trotz hoher Energiekosten, steigender Lohnkosten und strikter CO₂-Vorgaben lohnen. Denn nur so wird ein Anreiz zu mehr lokalen Investitionen im Vergleich zu anderen internationalen Standorten wie z. B. die USA, Asien oder auch Osteuropa geschaffen. Auch wird nur so die Transformation zur Klimaneutralität durch den Privatsektor gelingen. Es sind also die strukturellen Herausforderungen, die angegangen werden müssen: Planungssicherheit sowie wettbewerbsfähige Kostenstrukturen bzgl. Energie und Fachkräfte sind wichtige Faktoren. Die ausreichende Verfügbarkeit von Fachkräften benötigt dabei eine breit angelegte Strategie. **Kurzfristig mag die Senkung der effektiven Unternehmenssteuer eine wichtige Stellschraube sein; ein Anreiz für mehr Investitionen, wie es auch der Inflation Reduction Act der USA vormacht.**

Chemie und Automobilindustrie im Fokus

Branchen des verarbeitenden Gewerbes werden unterschiedlich stark von strukturellen sowie konjunkturellen Faktoren beeinflusst. Rohstoffnahe Branchen profitieren aktuell von sinkenden Rohstoffpreisen. Energieintensive Branchen sind hingegen durch hohe Energiekosten belastet, die sicherlich eine strukturelle Komponente am Standort Deutschland beinhalten. Konjunktursensitive Branchen erfahren hingegen einen besonders deutlichen Nachfragerückgang. Die Chemieindustrie ist besonders betroffen. Sie ist nicht nur energieintensiv und rohstoffnah, sondern auch ein Produzent von Vorleistungsgütern, was sie besonders konjunktursensitiv macht. Ähnliches gilt sicherlich auch für die Stahlindustrie. Beide sind auch durch strukturelle Herausforderungen wie die Klimaziele betroffen. Dies gilt auch für die Automobilindustrie, deren Nachfrage ebenfalls besonders konjunktursensitiv ist. **Für all diese Branchen ergibt sich aktuell ein Mix an Herausforderungen, die den Standort Deutschland kurz- wie mittelfristig belasten.**

Abb. 2: Produktionsindex der Chemieindustrie im Verhältnis zum Index des verarbeitenden Gewerbes



Quellen: FERI (Statistisches Bundesamt); IKB-Berechnung

So ist die Produktion in der Chemieindustrie (ohne Pharma) im Mai um 5,5 % zum Vormonat zurückgegangen. Im Vergleich zu Januar 2022 liegt das Minus bei 16 %. Das aktuelle Produktionsniveau entspricht dem von August 2009! Der Abwärtstrend ist besonders seit 2022 ausgeprägt. Doch bereits seit der Finanzkrise ist ein negativer Trend zu erkennen. Der strukturelle Gegenwind wird besonders im Vergleich zum gesamten Verarbeitenden Gewerbe sichtbar. Die Dynamik der Chemieproduktion ist seit der Finanzkrise 2009 weniger von der allgemeinen Entwicklung des verarbeitenden Gewerbes, sondern vielmehr von einem negativen langfristigen Trend gekennzeichnet. Dieser Trend hat durch strukturelle Faktoren wie hohe Energiekosten und die Einhaltung der Klimaziele an Bedeutung gewonnen.

In der Automobilindustrie dominieren aktuell positive konjunkturelle Dynamiken. Die Produktion lag im Mai fast 5 % über dem Vormonat und 18 % über dem Niveau von Anfang 2022. Noch geben Aufholeffekte und die Abarbeitung von Bestellungen Auftrieb. Die strukturellen Herausforderungen dieser Branche sind angesichts neuer Antriebstechnologien allerdings bestens bekannt, ebenso wie die anhaltende Verlagerung der Wertschöpfung ins Ausland. So lag die inländische Produktion im Mai rund 14 % unter dem Niveau von Anfang 2018 und in etwa auf dem Niveau von 2010. Mit der aktuellen Konjunkturertrübung dürften sich nun konjunkturelle und strukturelle Dynamiken auch für die Automobilindustrie verstärken. So besteht Gefahr, dass sich der negative Produktionstrend der letzten Jahre durch eine Konjunkturertrübung verstärkt. Die aktuelle Erholung der Produktion am Standort Deutschland sollte deshalb zunehmend Gegenwind erhalten.

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr¹⁾

	2021	2022	2023P	2024P
Deutschland	3,1%	1,9%	-0,4%	0,8%
Euro-Zone	5,5%	3,5%	0,2%	0,5%
UK	8,5%	4,2%	0,0%	0,7%
USA	6,1%	2,1%	1,7%	0,8%
Japan	1,9%	1,0%	1,2%	1,0%
China	8,1%	3,2%	5,3%	4,9%

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr²⁾

	2021	2022	2023P	2024P
Deutschland	3,1%	6,9%	5,9%	2,3%
Euro-Zone	2,6%	8,4%	5,2%	2,3%
UK	2,6%	9,0%	6,9%	2,2%
USA	4,7%	8,0%	4,0%	2,4%
Japan	-0,3%	2,5%	1,9%	1,1%
China	0,9%	2,2%	2,3%	2,2%

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen in %³⁾

	27. Jul	Ende 2023	Ende 2024
3M-Euribor	3,71	4,1	3,5
3M-USD-Libor	5,62	5,4	3,5
10-Jahre Bund	2,47	2,4	2,2
10-Jahre U.S. Treasury	3,85	3,3	3,0

Tabelle 4: Währungen, 1 Euro = ...⁴⁾

	27. Jul	Ende 2023	Ende 2024
EUR/USD	1,11	1,11	1,23
EUR/GBP	0,86	0,85	0,92
EUR/JPY	155	155	148
EUR/CHF	0,95	1,00	1,07
EUR/HUF	381	400	425
EUR/CZK	24,0	24,3	25,7
EUR/TRY	30,0	34,2	31,0
EUR/PLN	4,42	4,50	4,70
EUR/RUB	100,1	102,0	97,0
EUR/MXN	18,7	19,0	23,0
EUR/ZAR	19,5	21,5	21,2
EUR/CNY	7,93	8,05	7,80
EUR/CAD	1,46	1,30	1,40
EUR/AUD	1,63	1,66	1,60

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) Bloomberg; EZB; FRED und IKB-Prognosen

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 haftet.

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

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

Juli 2023

Herausgeber:

Rechtsform:

Sitz:

Handelsregister:

Vorsitzender des Aufsichtsrats:

Vorsitzender des Vorstands:

Vorstand:

IKB Deutsche Industriebank AG

Aktiengesellschaft

Düsseldorf

Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Dr. Karl-Gerhard Eick

Dr. Michael H. Wiedmann

Dr. Patrick Trutwein, Steffen Zeise