

IKB Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

Januar 2023

Deutscher Konjunkturausblick: Eintrübung trotz Stimmungsaufhellung

2

„Untergangsstimmung“ hat sich gelegt • Stimmungsaufhellung aber kein Signal für schnelle Konjunkturbelebung • Schlussquartal 2022 mit leichtem BIP-Minus • IKB erwartet für deutsche Wirtschaft 2023 eine BIP-Schrumpfung mit einer Belebung in der zweiten Jahreshälfte

Geldpolitik: US-Wirtschaft steht vor Abkühlung, doch Fed sollte erst Ende 2023 reagieren

5

US-Wirtschaft konnte im vierten Quartal unerwartet deutlich zulegen • Geldpolitische Straffung wird sich in Konjunkturabschwächung zeigen • IKB erwartet weiterhin Rezession im Jahr 2023 • Erste Fed-Zinssenkung ist erst für Ende des Jahres zu erwarten

Deutscher Sozialstaat: zu viel des Guten?

7

Fiskal- und Geldpolitik können kurzfristig die Resilienz stärken • Doch dürfen damit notwendige Anpassungsprozesse nicht verhindert werden • Jegliche Krisenvermeidung kann zur Schwächung der Resilienz führen • Steigende Sozialausgaben in Deutschland dokumentieren abnehmende Eigenverantwortung

Steigende Unternehmensinsolvenzen: weiterhin kein Thema?

10

Umfangreiche Stützungspakete haben Unternehmensausfälle in letzten Krisen niedrig gehalten • Aktuell sollte aber ein Anpassungsprozess bei Unternehmen zugelassen werden, der so wenig Wertschöpfungsverlust und -verlagerung mit sich bringt wie möglich

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

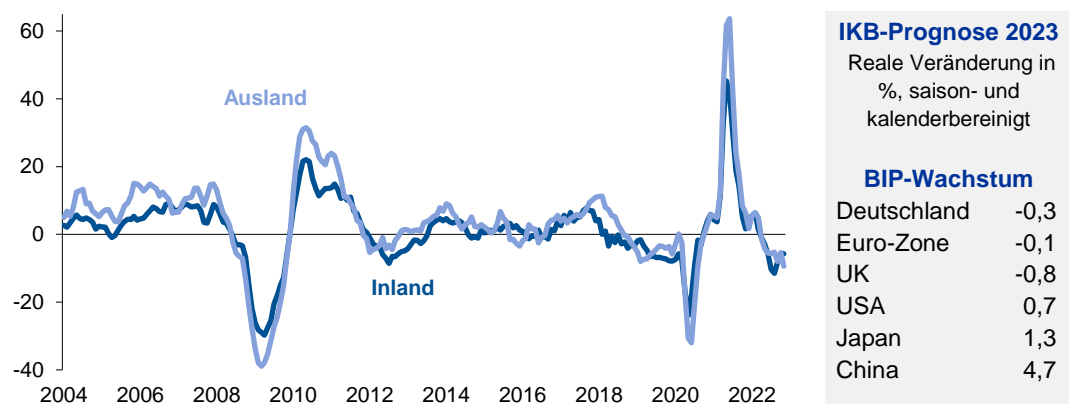
Carolin.Vogt@ikb.de

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 %)

Deutscher Konjunkturausblick: Eintrübung trotz Stimmungsaufhellung

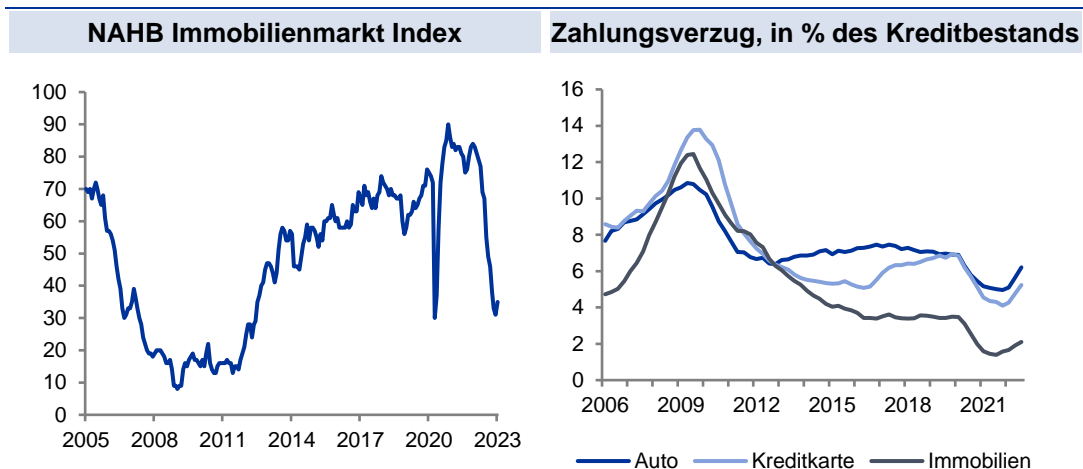
Steigende Zinsen werden die Konjunktur belasten. Dies mag Zeit benötigen und sollte nicht zu einem Konjunkturreinbruch führen. Aber auf beiden Seiten des Atlantiks hinterlässt die deutliche geldpolitische Wende ihre Spuren in den Volkswirtschaften oder wird es noch tun. Zwar mag sich die „Untergangsstimmung“ in Europa gelegt haben, welche die letzten Monate prägte – daraus eine positive Konjunktorentwicklung abzuleiten ist jedoch unangebracht. So ist die deutsche Wirtschaft 2022 zwar um 1,9 % gewachsen, aber im Schlussquartal ist sie bereits um 0,2 % zum Vorquartal geschrumpft.

Die IKB erwartet für die deutsche Wirtschaft im laufenden Jahr ein leichtes Minus und damit eine grundsätzlich stagnierende Wirtschaft. Rückgänge des BIP in der ersten Jahreshälfte sollte eine leichte konjunkturelle Erholung im weiteren Verlauf des Jahres 2023 teilweise kompensieren.

Verbesserung des ifo Geschäftsklimas kein Indiz für konjunkturelle Belebung

Die Stimmung der Unternehmen hellt sich weiter auf. So sind der PMI sowie der ifo-Index erneut gestiegen. Unternehmen blicken nicht mehr so düster in die Zukunft wie noch vor ein paar Monaten. Grund ist zum einen die abklingende Rohstoffkrise, die sich in der Gaspreisentwicklung spiegelt. Zum anderen ist die deutsche Wirtschaft im vierten Quartal nicht so in Mitleidenschaft gezogen worden, wie befürchtet wurde – nicht zuletzt aufgrund des stabilen privaten Konsums. Nun kommen Erwartungen auf, es komme nicht zu einer Rezession, bzw. sie falle deutlich milder aus, als zunächst erwartet. Auch die Börsen scheinen diesen Optimismus zu teilen. Und wenn die Rezession doch kommt, so die Hoffnungen, würden Zinsen ausreichend früh gesenkt. Dies mag vielleicht für die USA gelten, wo erste Zinssenkungen gegen Ende 2023 durchaus plausibel erscheinen, jedoch nicht für die Euro-Zone, wo die „terminal rate“ des Leitzinses deutlich unter derjenigen der Fed erwartet wird. Für beide Regionen gilt: Nicht die Konjunktur wird die Notenbanken zum Handeln bewegen, sondern ein spürbarer Rückgang des Inflationsdrucks. Dies mag sich hinziehen, sodass Zinsen kurzfristig keine Stütze für die Konjunktur sein werden – im Gegenteil: Der Einfluss von deutlich steigenden Zinsen wird sich zunehmend negativ auf die Konjunktur auf beiden Seiten des Atlantiks auswirken.

USA: Immobilienmarkt und Zahlungsverzögerung bei Kredit

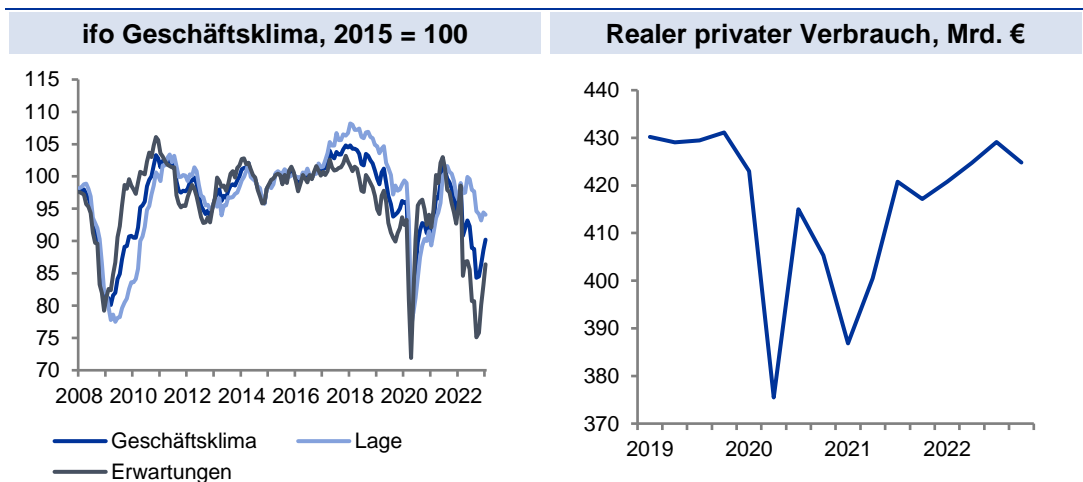


Quellen: Bloomberg; New York Fed Consumer Credit Panel (Zahlungsverzug 30 Tage oder mehr)

Die Folgen dieser geldpolitischen Straffung für die Konjunktur werden sich erst noch zeigen. Deshalb ist weiterhin von einem zunehmend herausfordernden Konjunkturmilieu im Jahr 2023 auszugehen. In den USA werden die Zinsen in kurzer Zeit von ursprünglich 0 % im März 2022 auf 5 % bis Mitte 2023 angestiegen sein. Zinnsensitive Frühindikatoren wie der Bausektor oder die Kreditvergabe zeigen bereits eine deutliche Korrektur, wenn nicht sogar einen Einbruch. Gleiches gilt für die Euro-Zone. Chinas Konjunktur zeigt eine andere aber nicht weniger besorgniserregende Entwicklung. So wird viel darüber spekuliert, ob sich Chinas Wirtschaftswachstum spürbar abkühlen wird. Ein überdimensionierter Bausektor, hohe private Schuldenquoten sowie ein aktuell niedriges Konsumentenvertrauen belasten dort den Ausblick. Hinzu kommt das Risiko einer weiter eskalierenden Corona-Infektionswelle. Insgesamt kann für China erst in der zweiten Jahreshälfte von einer deutlichen Wachstumsbeschleunigung ausgegangen.

Auch bei einem weiteren Anstieg bleibt das ifo Geschäftsklima auf einem niedrigen Niveau. Der Stimmungsindikator hat sich im Januar um 1,6 Zähler verbessert. Dabei haben sich die Geschäftsperspektiven deutlich um 3,2 Punkte aufgehellt, während die aktuelle Lage minimal schlechter beurteilt wurde. Die Erholung der Stimmung bestätigt, dass es nicht zu einem starken Wirtschaftseinbruch kommen wird, da es sich um einen Prozess der geldpolitischen Straffung handelt und nicht um einen Schock. Allgemein wird aber nach wie vor von einer weiteren Eintrübung in der ersten Hälfte 2023 ausgegangen.

Deutschland: ifo Geschäftsklima und privater Verbrauch



Quelle: FERl (ifo); Statistisches Bundesamt (Quartalsangaben)

Gründe hierfür sind schwache Exportmärkte, aber auch ein weniger dynamischer privater Konsum. Bedeutende Impulse durch private Investitionen sind aufgrund hoher Unsicherheit und steigender Zinsen ebenfalls nicht zu erwarten, trotz des bestehenden Investitionsstaus.

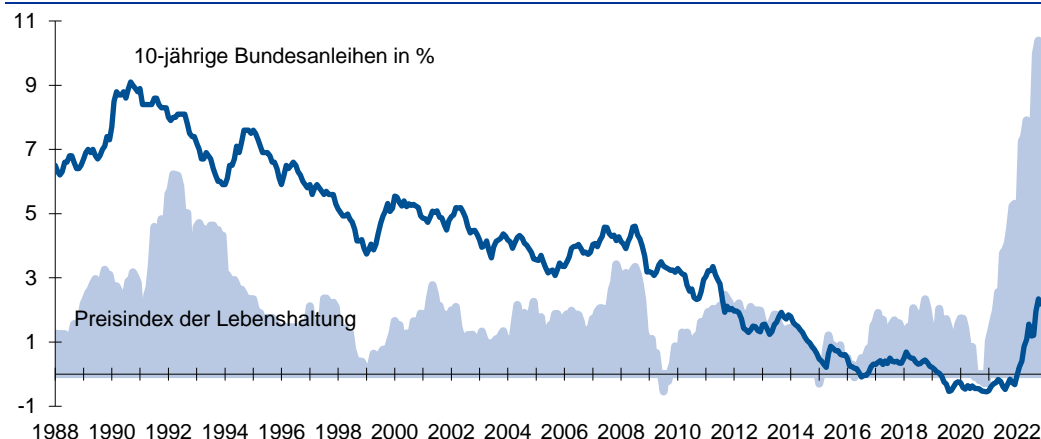
Privater Konsum – Wachstumsstütze geht die Puste aus

Die Inflation hat im Jahr 2022 deutlich nach oben überrascht und das reale Einkommen spürbar belastet. Nichtsdestotrotz konnte der private Konsum im Gesamtjahr positiv überraschen; er konnte um 4,6 % zulegen. Dementsprechend sind auch die Importe kräftig angestiegen. Sorgen über Kaufkraftverluste und der Druck auf das reale verfügbare Einkommen scheinen die Konsumenten nicht gebremst zu haben. Das hat dazu geführt, dass die Sparquote gesunken ist. Lag sie im ersten Quartal 2022 noch bei 14,3 % des verfügbaren Einkommens, so ist sie im zweiten Quartal auf 10,3 % gesunken und auf 9,6 % im dritten Quartal. Allerdings ist die Sparquote im historischen Vergleich immer noch nicht auf einem besonders niedrigen Niveau, sodass weitere Rückgänge durchaus möglich sind. Das robuste Konsumverhalten in den ersten drei Quartalen hat auch von Aufholeffekten profitiert, wenn auch nicht so stark wie in der zweiten Jahreshälfte 2021. Insgesamt hatte der private Verbrauch im dritten Quartal 2022 sein Vor-Corona-Niveau erreicht, zum Ende des Jahres gab es aber nach vorläufigen Angaben des statistischen Bundesamts ein Minus.

Im Gesamtjahr 2022 ist die reale Kaufkraft weniger stark zurückgegangen, als es die VPI-Inflation andeuten würde. Denn die Konsumenten haben infolge der eskalierenden Inflation ihr Verhalten angepasst. So lag die Verbraucherpreis-inflation laut VPI im dritten Quartal 2022 bei 8,5 % und der Preisdeflator für den Konsum bei 7,3 %. Der tatsächliche Preisanstieg von den in Deutschland verbrauchten Gütern und Dienstleistungen lag also „nur“ bei 7,3 %, da Konsumenten infolge relativer Preisveränderungen ihr Verhalten angepasst haben. Die VPI-Inflationsrate überschätzt demnach den aktuellen realen Einkommensverlust, weil sie Veränderungen beim Verbrauch nicht berücksichtigt.

Der Ausblick für den privaten Konsum im Jahr 2023 fällt eher bescheiden aus. Aufholeffekte sollten kaum noch Impulse geben, und weitere Senkungen der Sparquote sind zwar möglich, aber begrenzt. Die Lohnforderungen infolge der hohen Inflation in den Jahren 2021, 2022 aber auch 2023 sollten hingegen hoch bleiben. Deshalb ist eine spürbare Rezession bzw. Margendruck bei den Unternehmen erforderlich. Dies würde die effektiven Lohnsteigerungen dämpfen und der Gefahr von Zweitunden-Inflationseffekte entgegenwirken. Die Ausweitung von Kurzarbeit im Umfeld einer konjunkturellen Eintrübung würde den effektiven Lohnanstieg weiter abschwächen – trotz deutlicher Anstiege des Tariflohns. Im Schatten hoher Lohnforderungen und angesichts des Fachkräftemangels wird die Kurzarbeit im Jahr 2023 deshalb steigen müssen, was das verfügbare Einkommen und das Konsumentenvertrauen belasten wird. Insgesamt erwartet die IKB für das Jahr 2023 einen stagnierenden privaten Konsum – auch weil Zinsanstiege die Finanzierung von langlebigen Gütern wie Pkw oder Möbel erschweren. So wird der private Konsum in diesem Jahr bei weitem nicht die Stütze für das deutsche Wachstum sein können, wie er es im Jahr 2022 war.

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



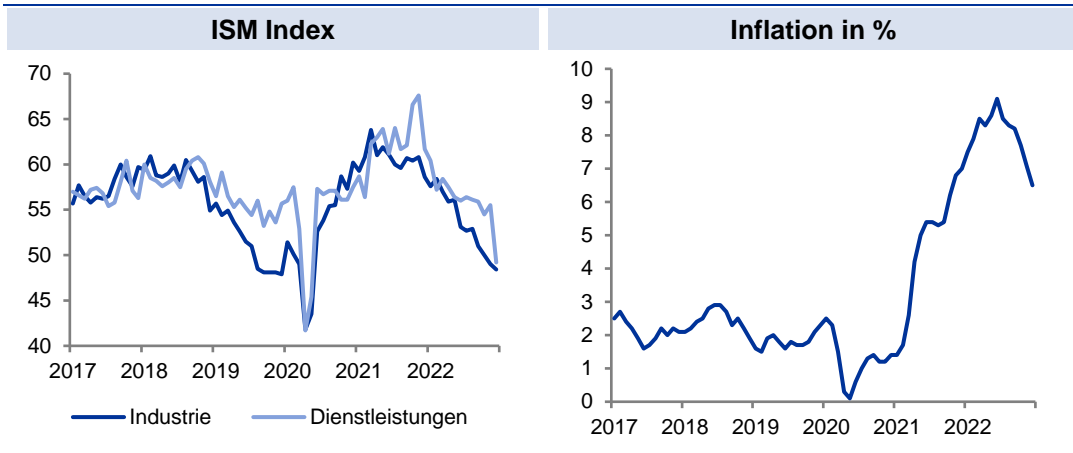
Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank

Geldpolitik: US-Wirtschaft steht vor Abkühlung, doch Fed sollte erst Ende 2023 reagieren

Die US-Wirtschaft konnte im vierten Quartal positiv überraschen und um 0,7 % zum Vorquartal ansteigen. Aufgrund des guten Jahresabschlusses musste für 2023 eine Prognose-revision vorgenommen werden. Die IKB erwartet nun ein BIP-Wachstum von rund 0,5 % in diesem Jahr. Der grundsätzliche Ausblick für den Jahresverlauf der US-Wirtschaft hat sich aber alles andere als verbessert. So gehen wir weiterhin von einem BIP-Rückgang in der ersten Jahreshälfte von 2023 aus. Denn inzwischen ist die Rezession klar am Horizont erkennbar: Immobilienpreise sind unter Druck und Stimmungsindikatoren auf Rezessionsniveau. In den kommenden Monaten sollten die Folgen der Fed-Zinserhöhungen nicht nur bei zinssensitiven Indikatoren, sondern auch in der breiten Wirtschaft erkennbar sein. Zur Erinnerung: Vor einem Jahr lag die Fed-Funds-Rate noch knapp über 0 %. Inzwischen wurde sie auf über 4 % erhöht. Der geldpolitische Transmissionsmechanismus mag zwar lange dauern, er ist aber alles andere als ineffektiv – vor allem bei solch einer geldpolitischen Wende. So birgt der deutliche Zinsanstieg in der kurzen Zeit auch das Risiko einer möglichen Übertreibung durch die US-Notenbank. So ist die Fed sicherlich gut beraten, langsam den Fuß von der Bremse zu nehmen und im zweiten Quartal 2023 ihre geldpolitische Straffung zu beenden. Erst dann zu stoppen, wenn die Folgen der Zinsanstiege klar und in der Breite zu erkennen sind, würde aufgrund der Dauer des Transmissionsmechanismus auf eine destabilisierende Geldpolitik hinauslaufen. Doch noch besteht die Gefahr von zu kräftigen Lohnerhöhungen. Denn infolge der hohen Inflation sind Reallöhne spürbar zurückgegangen. Auch liegt die Erwerbsquote in den USA nach wie vor unter dem Vor-Corona-Niveau. Die durchschnittliche Anzahl der Arbeitsstunden pro Erwerbstätigen ist seit 2019 ebenfalls zurückgegangen.

Ob die Fed-Funds-Rate ein Niveau von über 5 % erreichen wird, bleibt abzuwarten. Doch auch ein Niveau von über 4 % sollte für eine spürbare Abkühlung der US-Wirtschaft ausreichen. Doch genau dies wird zunehmend als ein Fehler der Fed interpretiert. Schließlich hat sie selbst immer wieder das Ziel eines Soft-Landing betont. Doch solch ein Ziel und das damit verbundene „fine-tuning“ der

USA: Unternehmensstimmung und Inflation



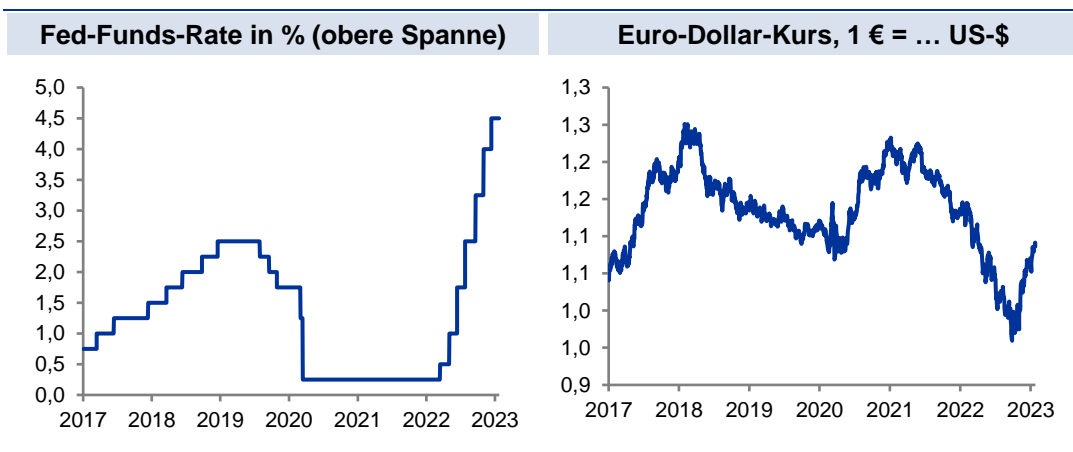
Quelle: Bloomberg

Wirtschaft durch die Notenbank ist aufgrund des langen und oftmals intransparenten Transmissionsmechanismus der Geldpolitik unrealistisch. Zudem ist eine Rezession notwendig, um den Inflationsdruck entscheidend zu brechen.

Die Fed hätte dann überreagiert, wenn die US-Wirtschaft in eine Rezession gehen würde, die auf Grundlage der Inflationsdynamik nicht notwendig wäre. Eine Überreaktion der Fed wird oft damit begründet, dass die Inflation durch Angebotsschocks und keine Nachfrageüberhitzung verursacht würde. Doch gerade bei Angebotsschocks ist eine schwächere Nachfrage notwendig, damit dieser Schock einen Margendruck und nicht Inflation auslöst, was wiederum zu Aufwärtsdruck bei den Löhnen führen würde. Eine Rezession wäre damit kein Indiz für eine Fed-Übertreibung, sondern eher für eine wirksame geldpolitische Straffung. So sind kurzfristige und deutliche Zinssenkungen der Fed nicht zu erwarten. Die IKB geht in diesem Jahr von einer deutlichen Abkühlung der US-Wirtschaft aus, sodass die Fed – allerdings erst Ende 2023 – über erste Zinssenkungen nachdenken sollte.

Auch Europa kann nur eine niedrigere Inflation durch eine Konjunkturertrübung erreichen. Trade-offs stehen an, auch wenn sie unerwünscht sind. Die einzige Alternative für Europa wäre eine deutliche Euro-Aufwertung in Kombination mit weiter sinkenden Rohstoffpreisen. Doch solch eine Aufwertung ist nur mit einer weiteren geldpolitischen Straffung der EZB erreichbar.

US-Leitzins und Wechselkurs



Quelle: Bloomberg

Deutscher Sozialstaat: zu viel des Guten?

Fazit: Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre zeigen: Eine stabile globale Konjunktur-entwicklung ist eher eine Ausnahme als die Regel. Somit benötigen Volkswirtschaften und Gesellschaften ein hohes Maß an Resilienz gegenüber krisenhaften Entwicklungen.

Kurzfristig mögen Fiskal- und Geldpolitik die Resilienz stärken können, vor allem wenn sie auch die Angebotsseite der Wirtschaft berücksichtigen. Doch Maßnahmen von Staaten und Notenbanken dürfen notwendige Anpassungsprozesse nicht verhindern, auch wenn das zu Krisen führt. Denn dann besteht die Gefahr, dass Schutzmaßnahmen die langfristige Resilienz der Wirtschaft schwächen.

In Deutschland allerdings dokumentiert der schon seit Jahrzehnten steigende Anteil der Sozialausgaben am BIP eindrucksvoll die zunehmende Verschiebung von Verantwortung auf den Staat.

Ein höherer Grad an Resilienz wird vor allem seit der Corona-Pandemie und dem Krieg in der Ukraine als wünschenswert angesehen. Ziel ist es, die Schocks und Krisen für Märkte, Lieferketten und die Gesellschaft insgesamt zu dämpfen und so die Wertschöpfung der Wirtschaft auf einem stabilen Wachstumspfad zu halten. Resilienz bedeutet auch, auf gravierende Risiken ausreichend reagieren zu können. Dabei kann der Staat die Resilienz von Gesellschaft und Wirtschaft durch Hilfsmaßnahmen stärken. Solch eine Politik gilt vor allem in Krisenzeiten als notwendig, wenn Wirtschaft und Gesellschaft ohne Eingreifen des Staates nachhaltige Disruptionen erleiden könnten.

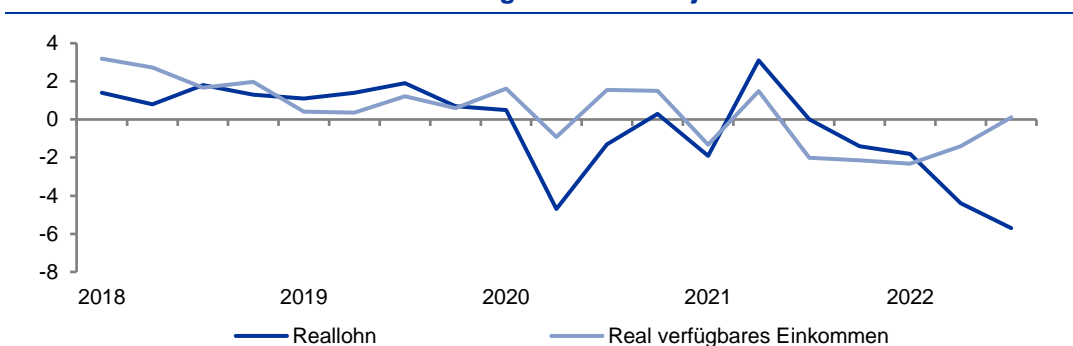
Das Eingreifen des Staates wird wiederum durch eine ausreichend expansive Geldpolitik gestärkt. Die Geldpolitik in Kombination mit der Fiskalpolitik kann also kurzfristig die Resilienz von Gesellschaft und Wirtschaft in Krisen stärken. Dies gelang in den letzten Krisen ganz gut – Deutschland und Europa haben Finanz-, Euro- und Corona-Krise relativ gut überstanden, weil jeweils eine schnelle wirtschaftliche Erholung folgte. Gerade während der Pandemie hat die Fiskalpolitik Effektivität bewiesen, und dies vor allem deshalb, weil der deutsche Staat nicht nur die Nachfrageseite der Wirtschaft stützte, sondern auch die Angebotsseite und so eine schnelle konjunkturelle Erholung ermöglichte. Die Kurzarbeiterregelung z. B. verhinderte nachhaltige Schäden auf der Angebotsseite und stärkte kurzfristig die Resilienz der Wirtschaft.

Aber leider kann eine Übertreibung der Krisenpolitik neue Risiken mit sich bringen, wie es aktuell die Inflationsentwicklung offenbart. Sie resultiert nicht zuletzt aus den vorherigen Krisen und sorgt für erneuten Handlungsbedarf bei Staaten und Notenbanken, die wiederum ein ganzes Arsenal von Entlastungen und Transferzahlungen angestoßen haben. Da diese jedoch beim Status quo ansetzen und nicht neue Realitäten im Fokus haben, dämpfen sie notwendige Anpassungen, was im aktuellen Umfeld für eine höhere Inflation über einen längeren Zeitraum sorgen könnte.

Resilienz durch das Festhalten an bestehenden Strukturen zu erreichen, mag helfen, schnell aus einer Krise herauszukommen. Neutralisieren die Maßnahmen jedoch die notwendigen Anpassungsprozesse infolge einer Krise, gerät die Resilienz einer Volkswirtschaft in Gefahr. Seit Jahren wird der Begriff Krise zudem inflationär benutzt, da immer mehr wirtschaftliche Herausforderungen als Krise bezeichnet werden. Infolgedessen werden die gut gemeinten und im Einzelfall erfolgreichen Stützungsmaßnahmen selbst zu einem Risikofaktor, da sie die Resilienz der Wirtschaft schwächen, indem sie notwendige Anreize für erforderliche Anpassungen verhindern.

Sicherlich hat es in den letzten 15 Jahre viele Krisen gegeben. Die Frage ist jedoch, ob es sich um einzelne einmalige Entwicklungen gehandelt hat, oder eher um eine grundsätzlich höhere Volatilität der Weltwirtschaft, der nicht durch einzelne Überbrückungsmaßnahmen begegnet werden kann. Die Frage ist also, ob diese zahlreichen Krisen nicht neue Realitäten geschaffen haben. Ist dies der Fall, dann sind nicht nur Stützungsmaßnahmen notwendig, sondern vor allem auch Anpassungsanreize, um die Resilienz der Wirtschaft auf dem Weg zu einer nachhaltigen Entwicklung zu stärken. Aktuell werden allerdings eher und mit großer Selbstverständlichkeit flächendeckende Hilfsmaßnahmen ausgeschüttet, um Unternehmen und Haushalte kurzfristig zu stützen. Staaten und Notenbanken setzen alles daran, Unternehmensausfälle zu verhindern und die Kaufkraft der Haushalt zu stabilisieren. Dies bremst den notwendigen Anpassungsprozess der Wirtschaft und führt am Ende zu einer immer höheren Einmischung des Staates in die Wirtschaft.

Abb. 1: Reale Löhne versus real verfügbare Einkommen, Veränderung in % zum Vorjahr



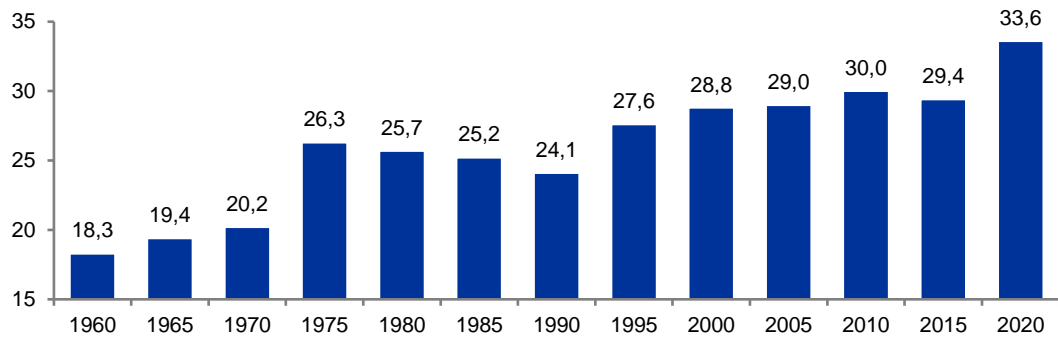
Quelle: Statistisches Bundesamt

Resilienz ist dann gegeben, wenn Veränderungen als Opportunität und nicht als Risiko gesehen werden. Das fördert die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft. Allerdings leben wir in einer risikoscheuen Gesellschaft, die Veränderungen und Anpassungen zunehmend als negativ beurteilt; wirtschaftliche Akteure haben folglich ein hohes Interesse daran Unsicherheit auszuschließen. Sie sprechen deshalb von Jobgarantien und Mindestlohn und fordern staatliche Absicherungen und Eigenkapitalzusagen. Aber leider reduzieren solche Maßnahmen nicht die eigentliche Unsicherheit, sondern verschieben die Verantwortung nur auf andere Akteure – meistens auf den Staat. Dies mag in Zeiten hoher Unsicherheit kurzfristig notwendig sein, wenn Investitionen ausbleiben. Doch wenn es Konsens der Gesellschaft wird, Veränderung zu verhindern, werden Anpassungen und Innovationen erschwert und das Potenzialwachstum belastet. Diese Entwicklung wird in Deutschland auch strukturell vorangetrieben. Denn eine alternde Gesellschaft zeigt eine geringe Risiko- und Veränderungsbereitschaft, was laut Bundesbank ein Grund für das sinkende Produktivitäts- und damit Potenzialwachstum ist.

Doch es sind nicht nur demografische Trends und die anhaltende Krisenbekämpfung durch den Staat, die Anpassungsfähigkeit und Resilienz reduzieren. Es ist auch die Entwicklung der Staatsausgaben. So gibt der Staat einen immer größeren Teil seiner Einnahmen und Neuverschuldung für Transferzahlungen aus. Der Staat ist inzwischen zu einer gigantischen Umverteilungsmaschine mutiert. Immer weniger Einnahmen werden für Investitionen und zur tatsächlichen Stärkung der Resilienz genutzt. Denn hierfür müssten die Sozialausgaben in Verhältnis zum BIP wieder spürbar sinken, vor allem nach bewältigten Krisen. Dies ist aber nicht erkennbar. Nicht nur in Krisen, sondern auch danach, ist der deutsche Staat anhaltend mit der Umverteilung realwirtschaftlicher Realitäten beschäftigt, da er nur so die Stabilität der Gesellschaft aufrechterhalten kann. Der Anstieg der Sozialausgaben ist deshalb ein Indiz für eine reduzierte Resilienz, denn die Erwartungen

gegenüber dem Staat sind hoch und nehmen sogar noch zu, während der Veränderungsdruck verwässert wird. Ein Beispiel ist das Bürgergeld. Es fördert keine Resilienz, sondern Abhängigkeit. Anreize, die Eigenverantwortung zu stärken, werden verwässert. Hier liegt eines der Grundprobleme unseres Gesellschaftssystems – fehlende Eigenverantwortung führt zu geringer Bereitschaft zu Eigeninitiative und Veränderung. Stattdessen wird erwartet, dass der Staat in die Pflicht geht, um das „weiter so“ des Einzelnen zu sichern.

Abb. 2: Sozialausgaben in % zum BIP



Quelle: Sozialbericht 2021

Hierbei muss allerdings zwischen Staatsregulierung zur Sicherung von Rahmenbedingungen und direkter Einmischung durch Ein- und Ausgabenpolitik unterschieden werden. Denn der Staat hat zum Beispiel durch eine strengere Regulierung in Folge der Finanzkrise die Rahmenbedingungen für Banken verändert und die Resilienz der Wirtschaft gestärkt. Hierbei wurden Anreize geschaffen, die eine Stärkung und nicht Schwächung des Systems zur Folge hatten. Aufgabe des Staates ist es somit, vor allem geeignete Rahmenbedingungen zur Anpassungsbereitschaft und Resilienz zu schaffen.

Steigende Unternehmensinsolvenzen – weiterhin kein Thema?

Fazit: Umfangreiche Stützungsprogramme der Fiskal- und Geldpolitik haben die Unternehmensausfälle in den letzten Krisen niedrig gehalten.

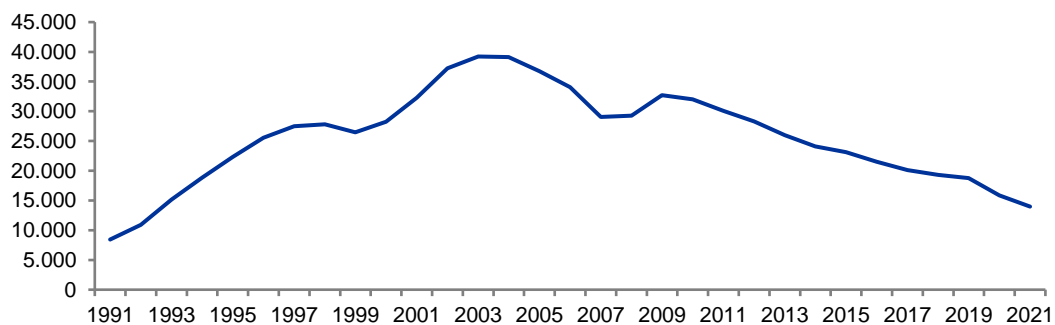
Aktuell hat nur noch die Fiskalpolitik Raum für Hilfen, die Notenbanken müssen sich zur Inflationsbekämpfung restriktiv verhalten. Je länger der Staat jedoch in einem sich hinziehenden herausfordernden Umfeld versucht gegenzusteuern, desto mehr wird die Erholungsdynamik darunter leiden. Denn die notwendige Neuausrichtung aufgrund der anhaltend hohen Energiepreise wird damit verzögert.

Aktuell sollte es weniger darum gehen, die Wirtschaft und ihre Strukturen zu schützen, sondern einen Anpassungsprozess zuzulassen, der so wenig Wertschöpfungsverlust und -verlagerung mit sich bringt wie möglich. Hierbei könnten sich Rettungsmaßnahmen als kontraproduktiv erweisen.

Mit jeder bevorstehenden Rezession kommt die Frage auf: Wie stark werden die Unternehmensinsolvenzen zunehmen. Banken beurteilen dementsprechend ihr Kreditbuch und passen ihre Margenanforderungen an. Dies erschwert wiederum die Rahmenbedingungen für Unternehmen. Doch dieser „normale“ Prozess wurde während der letzten konjunkturellen Abschwünge bzw. Krisen durch den Staat erfolgreich verhindert. Denn er rettete nicht nur systemrelevante Unternehmen und Banken mit Hilfe direkter Staatsbeteiligungen, sondern ging grundsätzlich nach dem Gießkannenprinzip vor. Die Liquiditätsbereitstellung durch den Staat hat dabei ein Ausmaß angenommen, dass viele Programme nicht mal vollständig genutzt wurden.

Wann immer in den letzten Jahren herausfordernde wirtschaftliche Umstände oder einzelne Events als Krise bezeichnet werden konnten, war die Handlungsbereitschaft der Fiskal- und Geldpolitik fast grenzenlos. So entstanden Namen wie Finanz-, Euro-, Corona- oder Energiekrise, die als einmaliger Schock bzw. Sonderentwicklung angesehen wurden, und deren Folgen es galt abzumildern. Nun mögen diese Krisen tatsächlich bedeutender gewesen sein als ein konventioneller konjunktureller Abschwung. Doch diese vier Krisen in lediglich 13 Jahren haben die Selbstverständlichkeit fiskalischer und geldpolitischer Hilfe erhöht. Auch deutet die hohe Zahl der Krisen auf eine neue Normalität hin, die von erhöhter Volatilität als von anhaltender Stabilität geprägt ist. Unternehmen immer wieder zu schützen, scheint in den letzten Jahren allerdings eine irrealer Realität gefördert zu haben. Denn wenn Volatilität die neue Norm ist, darf ein Staat den Privatsektor nicht davon isolieren.

Anzahl der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland



Quelle: Feri (Statistisches Bundesamt)

Grundsätzlich ist eine fiskalische Nachfrageunterstützung in Rezessionszeiten seit Keynes akzeptierte Politik. Was jedoch seit der Finanzkrise verstärkt hinzugekommen ist, ist die staatliche Einmischung auf der Angebotsseite. Unternehmen sollen in Folge abrupter

Änderungen der Rahmenbedingungen nicht mehr Pleite gehen. Zweitrangig scheint hingegen das Argument zu sein, dass der Staat durch sein Rundum-Sorglos-Paket die Risikobereitschaft bei den Unternehmen erhöht. Denn der Staat wird sie ja im Zweifel wieder auffangen. Der kurzfristige Erfolg dieser Politik ist dennoch beeindruckend. Schließlich konnte die Wirtschaft z.B. nach der Corona-Pandemie eine V-förmige Erholung aufweisen.

Unternehmen wurden jahrelang durch niedrige Zinsen sowie gezielte staatliche Rettungsmaßnahmen vor schwierigen Rahmenbedingungen geschützt. Deshalb blieben die Insolvenzraten niedrig – auch in Krisenzeiten und zur Überraschung der meisten Prognostiker. Allerdings hat das die Resilienz des deutschen Wirtschaftsstandorts geschwächt. Die diskutierte Zunahme von Zombie-Firmen ist hierfür ebenso ein Indiz wie laute Rufe nach Staatshilfen bereits bei ersten Krisenanzeichen. Eine weiter abnehmende Resilienz würde allerdings bedeuten: Bei schwierigen konjunkturellen Rahmenbedingungen dürfte die Insolvenzquoten deutlich ansteigen, wenn Fiskal- und Geldpolitik ihre Beschützerrolle nicht mehr aufrechterhalten können, etwa im Falle einer längeren Rezession. Denn steigende Zinsen und eine anhaltende Konjunkturschwäche sind entscheidende Treiber von Insolvenzen. In Kombination mit einer sinkenden Resilienz birgt dies aktuell die Gefahr eines zunehmenden systematischem Ausfallrisikos bei Unternehmen.

In der aktuellen Krise ist eine schnelle V-förmige Erholung nicht zu erwarten, und damit sind reine Überbrückungsmaßnahmen des Staates derzeit wenig sinnvoll. Denn es ist kein einmaliger kurzfristiger Schock, der die aktuelle Rezession verursacht. Es sind die hohe Inflation sowie spürbare Zinsanstiege, die die Nachfrage über mehrere Quartale belasten werden. Zudem ist mit nachhaltig höheren Energiepreisen zu rechnen, was den Investitionsstandort Deutschland auch strukturell belasten wird. Die aktuelle Rezessionsdynamik mag somit eher der langen Abschwungphase kurz nach der Jahrtausendwende ähneln und nicht der zügigen V-förmigen Erholung während der letzten vier Krisen. Damals, 2001 bis 2003, stiegen die Unternehmensinsolvenzen spürbar an. Eine sich deutlich länger hinziehende Rezession deutet auf ein spürbar herausforderndes Umfeld hin als die letzten Krisen, in denen Deflationsdruck und damit sinkender Kostendruck im Vordergrund standen, was der Notenbank viel Handlungsspielraum für eine expansive Geldpolitik gab.

Nur die Fiskalpolitik mag aktuell noch Raum für kurzfristige Stützungsmaßnahmen haben. Doch anders als in den letzten Krisen wird die effektive Unterstützung weniger stark ausfallen können. Denn je mehr der Staat versucht, die Folgen der Rezession zu lindern, desto mehr Druck entsteht für die Notenbanken, die Zinsen anzuheben. Schließlich ist die aktuelle Rezession notwendig, um den Inflationsdruck und vor allem Zweitrundeneffekte abzuschwächen. So mögen zwar aktuelle Prognosen lediglich einen überschaubaren BIP-Rückgang signalisieren – das systematische Ausfallrisiko für Unternehmen liegt allerdings um einiges höher, als der geringfügige BIP-Verlust auf den ersten Blick vermuten lässt. Denn eine reduzierte Resilienz auf der einen Seite und eine sich hinziehende Rezession, erhöhter Margendruck sowie steigende bzw. relativ hohe Zinsen auf der anderen Seite werden dafür sorgen, dass die Rahmenbedingungen für Unternehmen herausfordernd sein werden.

Deshalb verläuft die aktuelle Rezession grundlegend anders in den letzten Krisen, da Druck auf die Profitabilität von Unternehmen für das Erreichen des Inflationsziels notwendig ist. Und je länger der Staat in einem sich hinziehenden herausfordernden Umfeld versucht gegenzusteuern, desto mehr wird die Erholungsdynamik darunter leiden. Denn notwendige Strukturanpassungen im Schatten anhaltend hoher Energiepreise werden behindert und belasten damit die Neuausrichtung und Wachstumsdynamiken. Aktuell geht es weniger darum, die Wirtschaft und ihre Strukturen aufrecht zu halten und zu schützen, sondern einen Anpassungsprozess zuzulassen, der so wenig Wertschöpfungszerstörung und -verlagerung mit sich bringt wie möglich. Hierbei könnten sich Rettungsmaßnahmen

als klar kontraproduktiv erweisen. Sie wirken wie Antibiotika in der Medizin und sind überaus effektiv, einmalige Krisenherde zu adressieren. Ihre Wirksamkeit, die Resilienz von Unternehmen durch Anpassungen zu stärken, sind jedoch vor allem bei dauerhafter Anwendung zu bezweifeln. Auch Banken sollten sich darauf einstellen.

Eine Kurzfassung dieses Beitrags erschien am 6. Januar 2023 in der Printausgabe der WirtschaftsWoche unter der Rubrik Denkfabrik.

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen in %

	26. Jan.	Mitte 2023	Ende 2023
3M-Euribor	2,08	3,8	3,8
3M-USD-Libor	4,82	5,2	5,0
10-Jahre Bund	2,16	2,2	2,4
10-Jahre U.S. Treasury	3,45	3,6	3,3

Tabelle 4: Währungen, 1 Euro = ...

	26. Jan.	Ende 2023
EUR/USD	1,09	1,12
EUR/GBP	0,88	0,91
EUR/JPY	142	139
EUR/CHF	1,00	1,01
EUR/HUF	389	400
EUR/CZK	23,8	24,4
EUR/TRY	20,5	20,5
EUR/PLN	4,72	4,62
EUR/RUB	75,5	84,0
EUR/MXN	20,5	21,8
EUR/ZAR	18,6	18,6
EUR/CNY	7,41	7,55
EUR/CAD	1,46	1,30
EUR/AUD	1,53	1,57

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 gehaftet.

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

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

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

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

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

31.01.2023

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