

Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

Volkswirtschaft und Research IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Klaus Bauknecht
Chefvolkswirt
+49 211 8221 4118
Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Dr. Carolin Vogt
+49 211 8221 4492
Carolin.Vogt@ikb.de

Eugenia Wiebe
+49 211 8221 3174
Eugenia.Wiebe@ikb.de

Deutsche Konjunktur: Unternehmen optimistischer als Prognostiker **2**

Stimmung der Unternehmen weiter zuversichtlich • Zwar belasten Transportengpässe und steigende Rohstoffpreise kurzfristig • Lieferengpässe sollten sich in einigen Monaten auflösen • Robuste inländische und globale Nachfrage stützt Ausblick und gute Unternehmerstimmung

Kapitalmarkt: Fed und EZB nehmen sich Zeit, doch das Risiko einer Korrektur der Bundrenditen steigt **4**

Notenbanken bleiben bei expansiver Ausrichtung • Geldpolitische Wende sollte dennoch bald eingeleitet werden • Damit kräftige Korrektur am langen Ende der Zinskurve unterbleibt • Aktuelle Bundrenditen sind fundamental zu niedrig und stehen nicht im Einklang mit EZB-Prognosen

Rohstoffpreise und Inflation: Was kommt auf die deutsche Wirtschaft zu? **6**

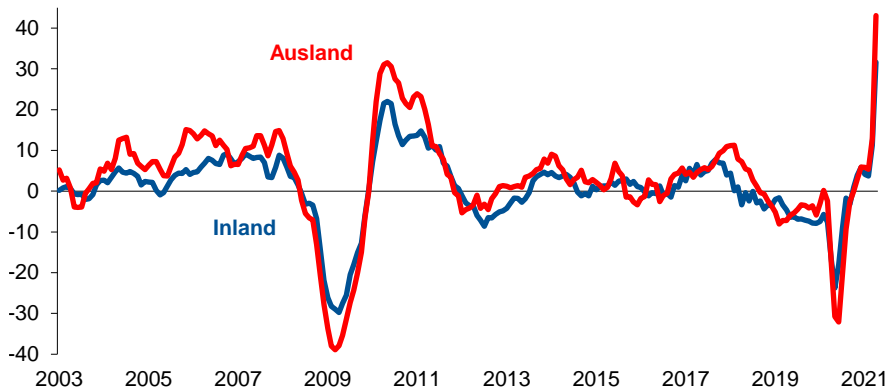
Spekulationen führen zu Übertreibungen bei einzelnen Rohstoffen, aber nicht bei allen • Korrektur würde zu erheblichen Preisabschwächungen 2022 führen • Deutliche Korrektur bei Industrierohstoffpreisen insgesamt ist nicht zu erwarten • Inflation könnte dennoch weiter nach oben überraschen

Geldpolitik: Warum wirtschaftliche Stabilität eine aktive Notenbank benötigt **9**

Wachstumsverläufe von Volkswirtschaften sind kein stabiler Pfad • Impulse, Übertreibungen und Korrekturen treiben den Verlauf • Entscheidend ist die schnelle Überwindung von Krisen • Hier spielen dann Notenbanken eine entscheidende Rolle

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



IKB-Prognose 2021
 Reale Veränderung in %,
 saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

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

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

Deutsche Konjunktur: Unternehmen optimistischer als Prognostiker

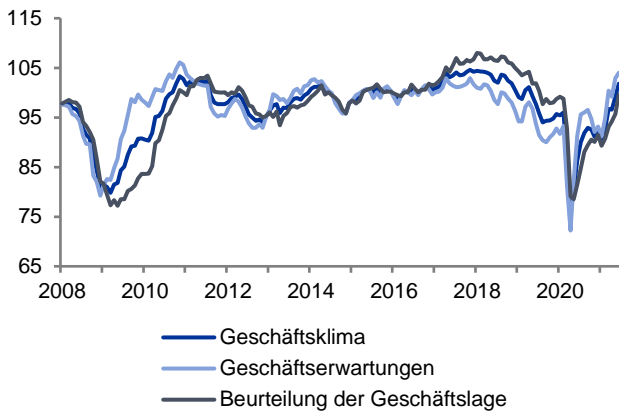
Zunehmende Lockerungen in der Wirtschaft stärken die Stimmung der Unternehmen: Der Ausblick hellt sich auf. Die Mehrzahl der Unternehmen im Dienstleistungssektor wie im Verarbeitenden Gewerbe sehen der Zukunft positiv entgegen. Stimmungsindikatoren wie die Einkaufsmanager-Indizes oder das ifo Geschäftsklima haben sich weiter verbessert, getrieben insbesondere vom Dienstleistungssektor. So hat sich das ifo Geschäftsklima im Juni erneut kräftig aufgehellt. Für die Dienstleistungsbranche ist der Ausblick auf eine wirtschaftliche Normalisierung und Erholung nun in greifbare Nähe gerückt. Für das Verarbeitende Gewerbe gibt die Nachfrage zwar schon lange kein Grund mehr zur Sorge, Rohstoffpreisanstiege und Lieferengpässe allerdings schon. Doch steigende Industrierohstoffpreise sollten die gute Laune nicht vermiesen – sind sie doch selbst das Ergebnis eines sich aufhellenden und positiven Konjunkturverlaufs (*IKB-Kapitalmarkt-News 25. Mai 2021*). Für die Bewertung von Lieferengpässen, insbesondere von Halbleitern, gilt dies weniger. Hier reichen die Weitergabe des Preisdrucks an den Kunden oder eine höhere Bereitschaft für Preissteigerungen beim Einkauf nicht aus, um Angebot und Nachfrage auszugleichen, denn das Angebot von Halbleitern ist gänzlich unelastisch. Die Produktion hinkt dem Bedarf – vor allem der Automobilindustrie – hinterher, was eher Produktionseinschränkungen als Preiserhöhungen mit sich bringt.

Angebotsprobleme führt zu heterogenem Produktionswachstum der Branchen

Steigende Industrierohstoffpreise und fehlende Halbleiter wirken sich also grundsätzlich unterschiedlich aus, auch wenn beide Faktoren aufgrund ihrer Knappheit die Angebotsseite der deutschen Güterproduktion belasten. Bei den Rohstoffpreisen werden Angebot und Nachfrage durch höhere Preise ins Gleichgewicht gebracht – mit relativ geringem Einfluss auf die Produktion; vor allem, weil die starke Nachfrage Haupttreiber für die Preiserhöhungen ist. Bei Halbleitern hingegen muss die lokale Automobilproduktion kurzfristig den gesamten Anpassungsprozess tragen. Die deutschen Industriebranchen sollten demnach eine zunehmende Divergenz aufweisen, mit der Automobilindustrie als Hauptleidtragendem.

Was die Produktion angeht, so gibt es bereits seit dem Ausbruch der Coronavirus-Pandemie klare Unterschiede zwischen den Branchen. Chemie- und Elektronikindustrie sind relative Gewinner. Ihr Produktionswachstum fällt seit der Corona-Pandemie nicht nur deutlich höher aus als im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt; ihr Produktionsniveau liegt auch bereits über dem des Vorkrisenniveaus Anfang 2019. Diese Branchen haben die Folgen der Pandemie verarbeitet bzw. wurden bis dato deutlich weniger in Mitleidenschaft gezogen als das Verarbeitende Gewerbe insgesamt. Auf der Verliererseite gibt es insbesondere eine Branche – die Automobilindustrie. Durch ihren starken Produktionsrückgang von über 30 % zwischen Anfang 2019 und Mai 2021 hat sie zudem die Dynamik der gesamten Industrie bestimmt. Metallindustrie und Maschinenbau laufen hingegen ähnlich wie das gesamte Verarbeitende Gewerbe. Ihr Produktionsrückgang betrug zwischen 6 % und 7 %, für das Verarbeitende Gewerbe insgesamt war ein Minus von 8 % zu verzeichnen.

ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



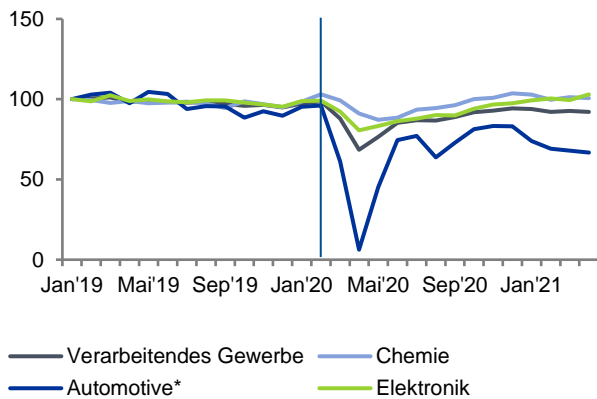
Quelle: Bloomberg



Aktuell ist festzuhalten:

- Die Automobilindustrie ist in der Pandemie aufgrund des Halbleitermangels der größte Verlierer. Dennoch sind auch hier die Unternehmen laut Ifo Geschäftsklima optimistisch gestimmt.
- Die Chemie- und die Elektroindustrie weisen einen relativ stabilen Produktionsverlauf auf – absolut und insbesondere relativ zu anderen Branchen.
- Die dominante Rolle der Automobilindustrie in der gesamten deutschen Industrie beeinflusst die Dynamik des gesamten Verarbeitenden Gewerbes stark und verhindert bis dato eine deutlich dynamischere Erholung.

Deutsche Industrieproduktion, Jan. 2019 = 100



Quelle: FERI; * WZ 29.1



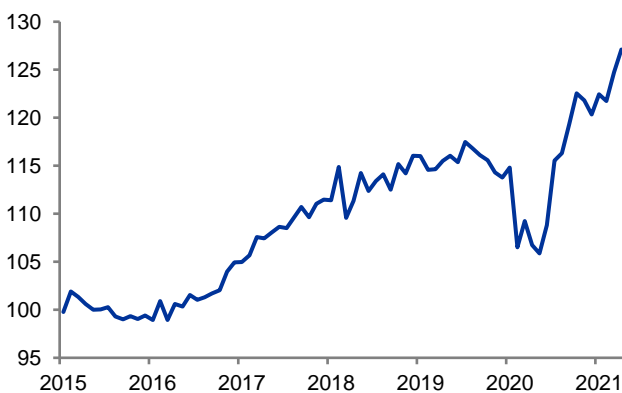
Engpässe von Frachtkapazitäten belasten Exportausblick – aber nur kurzfristig

Neben hohen Rohstoffpreisen und fehlenden Halbleitern sorgt mangelnder Frachtraum für weitere Probleme auf der Angebots- wie Nachfrageseite. Grund hierfür ist die durch die Corona-Einschränkungen entstandene Umschichtung der Nachfrage von Dienstleistungen zu Konsumgütern. So ist der Containerumschlag bereits im Juli 2020 wieder auf das vor-Corona-Niveau angestiegen. Aktuell liegt er rund 10 % darüber und sollte sich infolge der Öffnung der Dienstleistungsbranchen stabilisieren. Im dritten Quartal ist zwar mit einem deutlichen Anstieg des privaten Konsums zu rechnen. Dieser sollte allerdings mit einer Umschichtung der Nachfrage von produzierten Gütern auf Dienstleistung einhergehen, was die Frachtkapazitäten entlasten dürfte. Allerdings könnte das Exportvolumen auch noch im dritten Quartal aufgrund mangelnden Frachtraums belastet werden. Dies würde deutlich mehr Branchen negativ beeinflussen als nur die Automobilindustrie, da die Exportquote von allen deutschen Branchen relativ hoch ist.

Ausblick 2021: 3,5 %-Wachstum

Der Halbleitermangel wird die Produktion der Automobilindustrie im zweiten und auch noch im dritten Quartal 2021 belasten. Doch die BIP-Wachstumsprognose der IKB von 3,5 % für dieses Jahr beruht vor allem auf den Aufholeffekten und der Wiederbelebung des privaten Konsums bzw. der Nachfrage nach Dienstleistungen. Der Ausblick für das Jahr 2022 ist von den Angebotsproblemen im Verarbeitenden Gewerbe weniger betroffen.

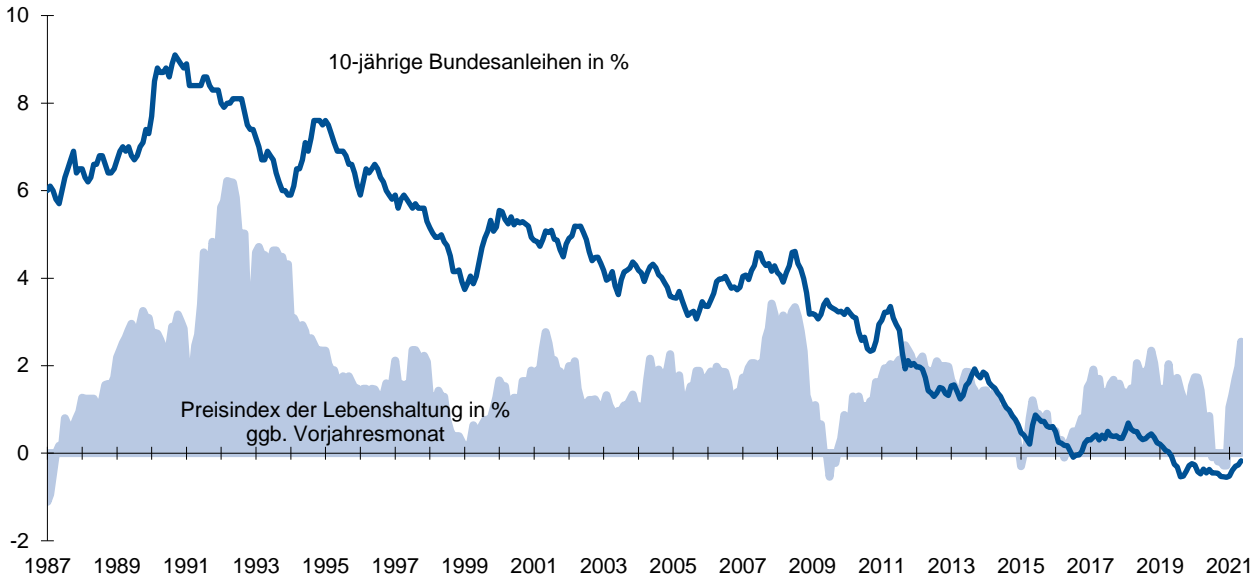
RWI/ISL-Containerumschlag, 2015 = 100



Quelle: RWI/ISL



Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

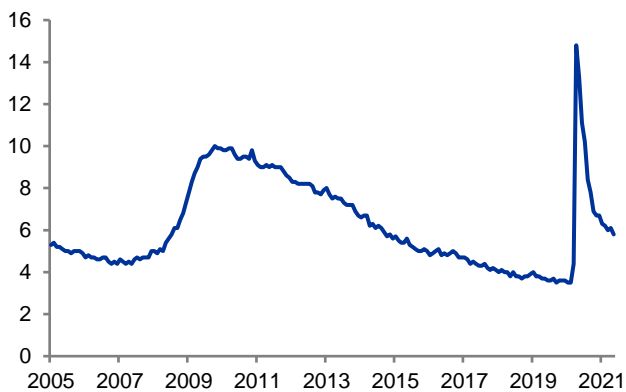


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Fed und EZB nehmen sich Zeit, ...

USA: Arbeitslosenquote, in %



Quelle: Bloomberg



Die Annahme der Märkte einer baldigen geldpolitischen Neuausrichtung hat sich nicht bestätigt. So handeln 10-jährige US-Renditen inzwischen wieder deutlich unter 1,5 % und Bundrenditen bei rund -0,2 %. Enttäuschende US-Arbeitsmarktzahlen haben trotz gemischter Aussagen der Fed die Erwartungen eines baldigen Taperings enden lassen. Wieder einmal hat sich gezeigt, dass Konjunkturdaten glaubwürdiger sind als Einschätzungen oder Aussagen von Notenbanken. Zur Perspektive: Es geht in der aktuellen Diskussion nicht um Zinsanhebungen und auch nicht um eine Reduzierung der Notenbankbilanzen. Es geht lediglich darum, das Tempo der Bilanzausweitung ansatzweise zu reduzieren. Zwar werden vermehrt erste Zinsanhebungen der Fed für 2022 prognostiziert. Von einem belastbaren und glaubhaften Beginn einer geldpolitischen Normalisierung sind die USA und insbesondere die Euro-Zone aber noch weit entfernt. Und dies, obwohl die Inflationsrate auf beiden Seiten des Atlantiks weiter eher nach oben überrascht. So glauben die Märkte auch weiterhin daran, dass die Inflation nachhaltig ansteigen wird bzw. die Notenbanken den Raum für eine spürbare Straffung ihrer Politik bekommen bzw. schaffen werden.

Die Notenbanken stützen diese Einschätzung und argumentieren, der aktuelle Inflationsanstieg sei nur temporär. Somit ergebe sich kein akuter Handlungsbedarf, da die Geldpolitik mit ihrem eingeschränkten Transmissionsmechanismus nur mittel- bis langfristigen Einfluss auf die Inflationsrate hat. Weil der Inflationsdruck vor allem von der Angebotsseite getrieben ist, könnte sich der Konjunkturausblick infolge des Inflationsanstiegs sogar erneut eintrüben. Grundsätzlich dürfte sich der aktuelle Inflationsanstieg in der Tat als nicht nachhaltig erweisen – vor allem, weil die Lohndynamik in der Euro-Zone für keine Lohn-Inflationsspirale spricht. Auch fehlt es an effektiver Nachfrage, die für eine Spirale notwendig ist. Schließlich können Kosten nur weitergegeben werden, wenn eine robuste Nachfrage hierfür Raum schafft. Und dennoch sind die Risiken einer mittelfristig höheren Inflation infolge von demografischen Entwicklungen in Billiglohnländern wie China oder eines eskalierenden Protektionismus nicht zu banalisieren. Und gerade deshalb und in Anbetracht der langen Vorlaufzeit der Wirkung der Geldpolitik, wäre es bereits jetzt an der Zeit, einen Weg zu skizzieren, wie sich die Bilanzen der Notenbanken zurückführen lassen. Dies gilt insbesondere für die EZB, die durch ihr PEPP-Programm eine bedeutende Bilanz- und der Geldmengenausweitung zugelassen hat.

... doch das Risiko einer Korrektur der Bundrenditen steigt

EZB-Bilanzsumme, in Mrd. €



Quelle: Bloomberg



Durch ihren Fokus auf die durchschnittliche Inflationsrate sorgt die Fed dafür, dass selbst ein mittelfristiger Anstieg der Teuerung zu keiner Korrektur der Geldpolitik führen wird, sondern bestenfalls eine graduelle Wende einleitet. Gleiches gilt für die EZB, die immer wieder das Argument einer nachhaltig höheren Inflation bzw. eines symmetrischen Inflationsziels betont. Beide Notenbanken sehen also noch relativ viel Handlungsspielraum bzw. meinen, sie hätten noch Zeit, wenn es darum geht, ihre geldpolitische Ausrichtung spürbar zu verändern. Durchschnittliche sowie nachhaltige Inflationsraten ergeben sich erst über einen längeren Zeitraum, was den Notenbanken aktuell legitimen Raum für das „Nichtstun“ gibt – trotz der außerordentlichen Dimension der aktuellen Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks. Sorgen, dass die immense Geldmengenausweitung und anhaltend niedrige Zinsen über Jahre auch negative Effekte haben können, scheinen für die EZB eine eher untergeordnete Rolle zu spielen.

Euro-Zone: Inflation, in %

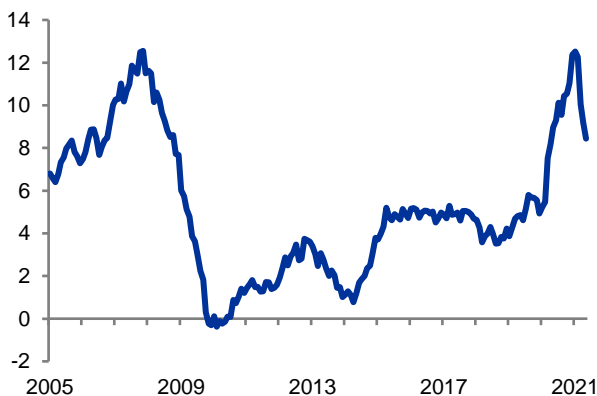


Quelle: FERl



Doch der Versuch, die Märkte nur gemächlich an eine geldpolitische Änderung heranzuführen, hat seine Tücken. So besteht die Gefahr, dass die EZB „behind the curve“ fallen könnte: Also die Inflationserwartung der Märkte könnte in Anbetracht einer anziehenden Inflationsrate deutlicher zunehmen. Dann würde die expansive EZB-Geldpolitik eher zu steigenden als sinkenden Renditen führen, da die Glaubwürdigkeit der Notenbank zunehmend unter Druck geraten würde. Noch hält die EZB mit ihrem Ankaufprogramm den Deckel auf Bundrenditen. Doch je länger sie wartet, desto höher wird das Risiko eines sich aufbauenden Drucks, der mit einem späten Tapering zu spürbaren Korrekturen am langen Ende der Zinskurve führen könnte. Auch sind Veränderungen der langfristigen Inflationserwartungen zwar ein langer Prozess, aber der Handlungsdruck auf die EZB würde ebenfalls deutlich erhöht werden.

Euro-Zone: M3-Geldmengenwachstum, in % zum Vorjahr



Quelle: FERl



Ebenso ist offensichtlich, dass aufgrund der europäischen Staatsschuldenentwicklung von keinem bedeutenden Renditeanstieg auszugehen ist – genauso wie die Tatsache, dass das derzeitige Renditeniveau bei den aktuellen Inflationsrisiken unangebracht ist.

Rohstoffpreise und Inflation: Was kommt auf die deutsche Wirtschaft zu?

Fazit: Anziehende Rohstoffpreise haben zu einem deutlichen Anstieg der Erzeugerpreise geführt, der sich wiederum in einer höheren Verbraucherpreisinflation niederschlägt. Die anhaltend robuste Konsumnachfrage wird sicherlich noch für weiteren Auftrieb sorgen. Für den Inflationsausblick im kommenden Jahr stellt sich aber vor allem die Frage, inwieweit Spekulationen Rohstoffmärkte treiben und zu Korrekturen führen, die den Inflationsdruck deutlich dämpfen könnten.

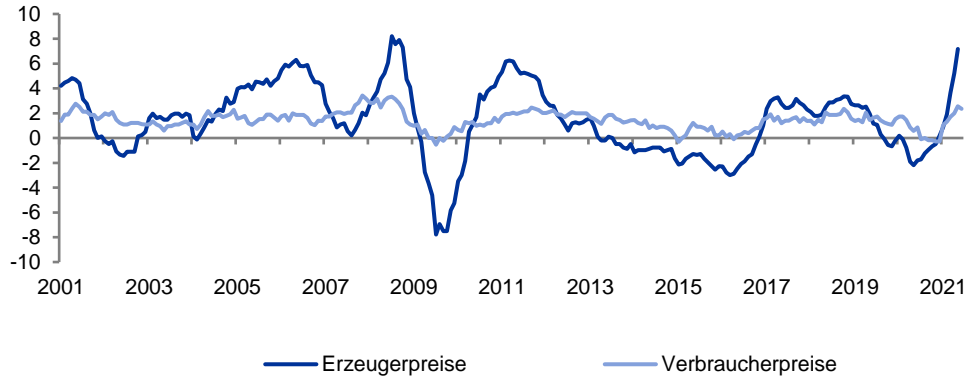
Hier ist noch keine eindeutige Entwicklung abzusehen, sodass die IKB das Überraschungspotenzial für die Inflation weiter nach oben gerichtet sieht – für 2021 und für 2022. Die Bank erwartet eine Inflationsrate von nahe an 3 % im Jahr 2021 und knapp unter 2 % im nächsten Jahr.

Anhaltender Druck im deutschen Preisbildungsprozess, ...

Im Juni lag die Inflationsrate in Deutschland bei 2,3 %, und für das gesamte Jahr wird allgemein von einer Durchschnittsrate deutlich näher an 3 % als 2 % ausgegangen. Höhere Energiepreise waren einer der Gründe für den Inflationsanstieg. Über die Transportkosten haben diese einen direkten Einfluss auf die Entwicklung des Verbraucherpreisindex. Der Einfluss anderer Rohstoffpreise zeigt sich zunächst vornehmlich in den Erzeugerpreisen und erst später in den Konsumentenpreisen. Da Deutschland ein Rohstoffimporteur ist, verlaufen die Einfuhrpreise ähnlich wie die Erzeugerpreise bzw. beide werden maßgeblich durch die Rohstoffpreisentwicklung bestimmt.

Erzeuger- und Einfuhrpreise sind volatil und in jüngster Zeit besonders stark angestiegen. Vor allem bei einer weiter anziehenden Güternachfrage ist davon auszugehen, dass der Kostendruck weitergegeben wird und sich die Margen als robust erweisen. Der Druck auf die Verbraucherpreise und damit auf die deutsche Inflationsrate könnte deshalb anhalten und zunehmend breiter gestreut sein. Was bedeutet das für das Inflationsrisiko, und wie ist der Ausblick für 2022?

Abb. 1: Deutschland: Erzeuger- und Verbraucherpreise, Veränderung in % zum Vorjahr



Quelle: FERI

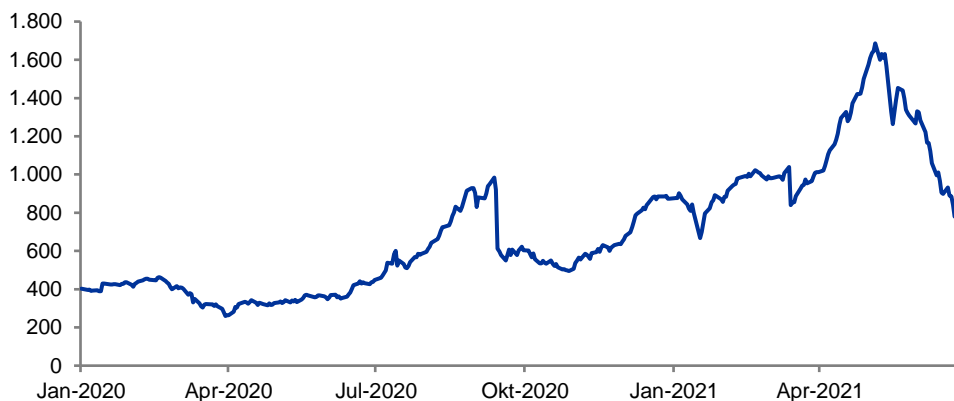
Empirische Ergebnisse deuten darauf hin, dass ein Anstieg der Erzeugerpreise um einen Prozentpunkt zu einer höheren Inflationsrate von 0,2 Prozentpunkten führt. Seit Anfang 2021 hat der Erzeugerpreis um 6 Prozentpunkte zugelegt, was einem Beitrag zur Inflationsrate von 1,2 Prozentpunkten entspricht. Somit ist die Erhöhung der Verbraucherpreise von Januar bis Juni 2021 um 1,3 Prozentpunkte konsistent mit dieser Entwicklung. Weiterer Inflationsdruck aus dem bereits vollzogenen Erzeugerpreisanstieg ist demnach nicht zu erwarten, auch wenn eine robuste Nachfrage für zusätzlichen Auftrieb sorgen wird. Laut Empirie sollte die Nachfrage- bzw. Margenerholung zu einer Inflationszunahme von weiteren 0,4 bis 0,5 Prozentpunkten führen. Wie erwartet, hat sich somit noch nicht der gesamte Einfluss des bereits vollzogenen Erzeugerpreisanstiegs auf die Verbraucherpreisinflation bemerkbar gemacht. Selbst bei stabilen Rohstoffpreisen ist deshalb mit weiterem Inflationsdruck zu rechnen, da die zu erwartende Nachfragebelebung in der zweiten Jahreshälfte für zusätzlichen Auftrieb sorgen sollte. Die IKB geht nun von einer durchschnittlichen Inflationsrate von um oder über 2,5 % für das Jahr 2021 aus. Eine monatliche Inflationsrate zum Jahresende von um die 4 % ist dabei nicht auszuschließen. Für 2022 wird entscheidend sein, wie sich die Erzeugerpreise und die Rohstoffpreise weiter entwickeln werden.

... der auch im Jahr 2022 nur graduell nachlassen sollte

Solange Rohstoffpreisanstiege durch die Konjunktur getrieben werden, haben sie kaum Einfluss auf die Stimmung der Unternehmen, da diese den Kostendruck weitergeben, ihre Margen behaupten können und so Güterpreiserhöhungen durchsetzen können. Deshalb geht ein Rohstoffpreisanstieg auch oftmals eher mit einer Stimmungsaufhellung der Unternehmen einher (s. *IKB-Kapitalmarkt-News 25. Mai 2021*). Wird der Rohstoffpreisanstieg jedoch zunehmend von Spekulationen bestimmt, dürfte die Stimmung leiden. Denn deutliche und von der fundamentalen Konjunkturentwicklung unabhängige Preisanstiege verursachen eher Margendruck als Inflation.

Auch aktuell ist davon auszugehen, dass die Rohstoffpreisentwicklung durchaus und zunehmend von Spekulationsmotiven beeinflusst ist – wenn auch nicht für alle Rohstoffe zu einem gleichen Maße. Denn grundsätzlich sind die Realwirtschaft und damit die fundamentale Nachfrage nach Rohstoffen deutlich weniger volatil als Rohstoffpreise, was dann ein Indiz für spekulatives Verhalten ist. So dürften Rohstoffpreise oftmals einen grundsätzlich positiven Trend infolge steigender Nachfrage aufweisen. Die Volatilität um diesen Trend ist allerdings größer als die von Konjunkturzyklen. Dies gilt vor allem für die Preisentwicklung von Energie und Edelmetallen, aber auch für industrielle Rohstoffe wie Metalle und Holz. So hat gerade der jüngste Anstieg und Verfall des Holzpreises gezeigt, dass selbst für industriennahe Rohstoffe Spekulation ein zunehmend bestimmender Faktor für die Preisentwicklung darstellt.

Abb. 2: US-Holzpreis – Chicago Mercantile Exchange Börse, in USD/1000 board feet



Quelle: Bloomberg

Ist die aktuelle spekulative Komponente der Rohstoffpreisentwicklung relativ groß, können sich auf 12-Monatszeitraum durchaus absolute und deutliche Preisrückgänge abzeichnen – wie am Beispiel des Holzpreises zu erkennen ist. Das würde die Erwartungen stärken, dass die Inflationsrate im Jahr 2022 nicht nur fällt, sondern sich der kosteninduzierte Preisdruck deutlich legen sollte. Ohne spekulatives Verhalten, das in einer Gegenbewegung mündet, wäre ein absoluter Rückgang der Rohstoffpreise nur schwer zu realisieren, da das globale Wirtschaftswachstum vor allem im Jahr 2022 weiter zulegen sollte. Die fundamentale Nachfrage wird also weiter für grundsätzlichen Auftrieb sorgen.

Für Industrierohstoffe insgesamt ist aktuell von keiner bedeutenden Übertreibung auszugehen. Denn die global starke Industrieproduktion kann die Preisentwicklung relativ gut nachvollziehen. Auch wenn am aktuellen Rande gewisse Überhitzungen zu erkennen sind, so relativiert das anhaltend hohe Wachstum der globalen Industrieproduktion die Preisanstiege. Dies mag sicherlich nicht für alle Rohstoffe gelten. Insgesamt ist die Entwicklung des Erzeugerpreisindex jedoch abzusehen: Bedeutende Korrekturen der Industrierohstoffpreise auf Grundlage aktueller Übertreibungen sind kurzfristig eher unwahrscheinlich. Die Erzeugerpreis-inflation wird demnach nachlassen, sie wird aber im Jahr 2022 nicht deutlich korrigieren und stark negativ werden. Hierfür scheinen die Überhitzungstendenzen auf den Märkten insgesamt nicht ausreichend groß.

In den letzten Jahren war nach jedem kräftigen Rohstoffpreisanstieg eine Phase sinkender Preise – von Rohstoffen wie auch Erzeugerpreisen – zu beobachten. Neben einem steigenden Angebot kann dies sicherlich auch auf eine Stimmungsveränderung der Spekulanten zurückgeführt werden. Angesichts der aktuellen Rohstoffpreisentwicklung mag sich dies jedoch erst im Jahr 2023 zeigen. Also: Wird eine spekulative Übertreibung

als notwendige Voraussetzung für einen Wendepunkt im allgemeinen Rohstoffpreiszyklus gesehen, spricht dies aktuell eher für weitere kurzfristige Preisanstiege und zu der Einschätzung, dass es zu keiner negativen Erzeugerpreisinflation im Jahr 2022 kommen wird. So ist zwar von einer geringeren Erzeugerpreisdynamik im kommenden Jahr sicherlich auszugehen; Erwartungen eines deutlichen Rückgangs der allgemeinen Inflationsrate infolge fallender Erzeugerpreise sind allerdings verfrüht.

Geldpolitik: Warum wirtschaftliche Stabilität eine aktive Notenbank benötigt

Fazit: Die Kosten der Corona-Pandemie sind für die Weltwirtschaft nur schwer zu berechnen. Schließlich ist der Wachstumsverlauf kein stabiler Pfad, sondern wird grundsätzlich von Impulsen, Übertreibungen und Korrekturen getrieben. Volatilität ist normal, stabile Konjunkturzyklen eher nicht. Entscheidend ist, dass Volkswirtschaften relativ schnell aus der Krise herauskommen und auf einen dynamischen Wachstumspfad gelangen, damit der BIP-Verlust mehr als ausgeglichen werden kann. Hierbei spielen Notenbanken eine entscheidende Rolle. Deshalb ist der langfristige Einfluss der Geldpolitik auch nicht neutral, wie oft argumentiert wird.

Aktuell zeigen vor allem die asiatischen Volkswirtschaften eine dynamische Erholung – nicht nur China. Argumente, die Krise belaste vor allem Entwicklungsländer, sind damit nicht zutreffend. Aktuell enttäuscht eher die Euro-Zone und kommt nur langsam voran. Die EZB ist also weiter gefordert, der Fiskalpolitik den nötigen Spielraum zu verschaffen. Denn eine bereits hohe Staatsverschuldung ist kein Grund für fehlende Nachfrageunterstützung durch die Fiskalpolitik.

Berechnung der Pandemiekosten auf Basis des BIP ist mit Vorsicht zu genießen

Laut dem IWF wird durch die Pandemie die Einkommensungleichheit in der Welt zunehmen. Denn Industrieländer erholen sich demnach schneller als Schwellen- oder Entwicklungsländer. So wird der durch die Coronakrise verursachte Pro-Kopf-BIP-Verlust für Schwellenländer bis zum Jahr 2024 als doppelt so hoch eingeschätzt wie in den Industrieländern. Und auch der kurzfristige absolute Rückgang des Pro-Kopf-BIP fällt in den Schwellenländern höher aus, zumindest ohne Berücksichtigung Chinas. Die USA sind hingegen eines der wenigen Länder, die bereits Mitte 2021 wieder das Vorkrisen-BIP-Niveau erreichen sollten. Die vom IWF angegebenen BIP-Verluste beziehen sich auf einen angenommenen stabilen Referenzpfad für das BIP-Wachstum. Dabei handelt es sich um die Differenz zwischen der aktuellen und der vor der Krise erwarteten BIP-Entwicklung. Da der BIP-Verlauf aber generell eher volatil ist, stellt der unterstellte stabile Wachstumspfad eine überzogen positive Referenz dar.

Entscheidend ist auch nicht, wie sich das BIP im Idealfall entwickelt hätte, sondern wie schnell es sich von der Krise erholen wird. So sind der eigentliche BIP-Einbruch und die Kosten einer Krise mit der dann folgenden Erholung zu relativieren. In den USA ist das BIP vor der Finanzkrise, also zwischen den Jahren 2004 und 2007, jährlich um rd. 3 % angestiegen. Der BIP-Rückgang in der Finanzkrise betrug insgesamt rund 4 %. Hätte der Immobilienboom mit den dazugehörigen Investitionen tatsächlich verhindert werden sollen, wenn doch vor (und auch nach) der Krise das BIP um ein Vielfaches mehr gewachsen ist und den eigentlichen BIP-Rückgang in der Krise mehr als ausgeglichen hat? Selbst die Euro-Zone, die nach der Finanz- noch die Euro-Krise zu bewältigen hatte, wies zwischen den Jahren 2014 und 2019 ein robustes Wachstum auf. So lag das reale BIP der Euro-Zone im Jahr 2019 fast 12 % über dem Wert von 2013. Für die USA liegt dieser Wert übrigens ebenfalls bei knapp unter 12 %. Deshalb wird viel zu viel über den Einbruch der Wirtschaftsleistung in der Euro-Zone in der Krise gesprochen; der Fokus sollte hingegen auf der erfolgreichen Konjunkturerholung liegen. Auch sollte es in der Wirtschaftspolitik weniger um Krisenbekämpfung gehen, stattdessen sollte sie nach einem Einbruch durch eine geeignete Fiskal- und Geldpolitik hohes Wirtschaftswachstum sicherstellen und die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft unterstützen. Denn krisenhafte Entwicklungen lassen sich oft kaum beeinflussen, die Wachstumsdynamik danach allerdings schon.

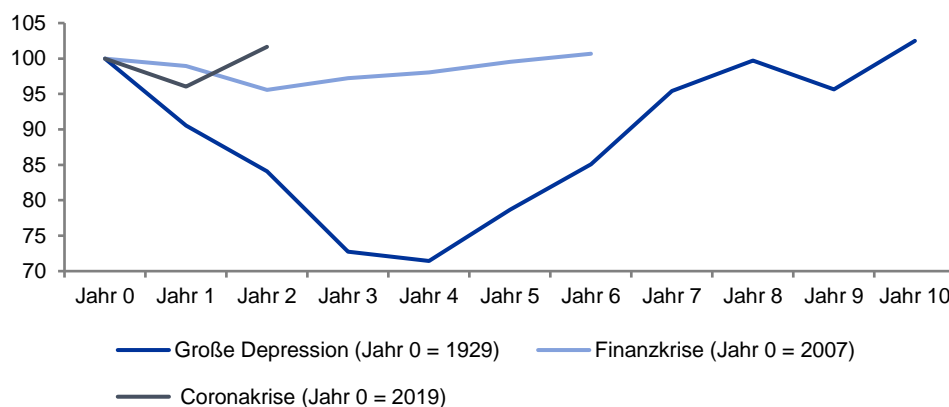
„Newton“ gilt für die Physik, nicht für Volkswirtschaften

Volkswirtschaften entwickeln sich im Normalfall nicht stabil nach dem Motto: Ohne Blasenbildung, Spekulationen und zu expansiver Geldpolitik wären ein anhaltend stabiler Wachstumspfad und stabile Konjunkturzyklen sichergestellt. In der volkswirtschaftlichen Theorie wird zwar immer von einem Gleichgewichtszustand als Ideal ausgegangen. Dabei handelt es sich allerdings um ein theoretisches Konstrukt. Der Gedanke, ohne Störfaktoren sei dieses Gleichgewicht bzw. Stabilität erreichbar bzw. haltbar, ist eine Illusion. Auch gibt es keine eigenständigen Kräfte, die die Wirtschaft zu diesem Zustand führen. Die Theorie besagt, je weiter die Wirtschaft vom Gleichgewicht entfernt ist, desto größer sind die Kräfte, die eine Gegenbewegung einleiten. In der Realität kann eine deutliche Abweichung jedoch zu einem neuen „Gleichgewicht“ führen. Newtons universelle Gravitationsgesetze gelten in der Physik, nicht aber für reale Volkswirtschaften. Übertreibungen, Euphorie und Krisen sind schon immer Teil des kapitalistischen Systems gewesen, wie es auch schon der Ökonom Minsky erkannte. Und gemäß Keynes kann Arbeitslosigkeit ein Dauerzustand der Wirtschaft sein, wenn es

nicht genug Nachfrage gibt. So ist es auch nicht die Aufgabe der Notenbank, ein stabiler passiver Anker zu sein. Es bedarf einer handlungsfreudigen Notenbank, die die Folgen einer Krise abmildert. Dies hat die große Depression eindrucksvoll gezeigt. Die makroökonomische Lehre aus früheren Krisen ist demnach nicht, wie sie zu verhindern gewesen wären, sondern wie ihre Folgen erfolgreich durch eine aktive Geldpolitik abgemildert werden können.

Euphorie, Blasen und überzogene Erwartungen sind immer Teil einer freien Marktwirtschaft. Entscheidend ist, dass Übertreibungen zu keinem nachhaltigen Schaden führen, wie es 1929 der Fall war. Damals benötigte das US-BIP pro Kopf zehn Jahre, um wieder das Vorkrisenniveau zu erreichen. Doch die Notenbanken haben aus den damaligen Fehlern gelernt; und Finanz- sowie Coronakrise zeigen, dass sie erfolgreich sind, eine Fehlentwicklung infolge exogener Schocks oder euphorischer Erwartungen zu verhindern und so die Zukunft der globalen Konjunkturentwicklung sicherzustellen. Dabei spielt auch die Fiskalpolitik eine entscheidende Rolle. Fiskal- und Geldpolitik sind zwei Seiten einer Münze. Die Notenbank verleiht dem Staat uneingeschränkte Kaufkraft, um die Konjunktur relativ schnell „aus dem Morast“ zu ziehen. Und in Ländern mit einer alternden und schrumpfenden Bevölkerung bleibt sie auch der entscheidende Treiber, eine ausreichende effektive Nachfrage sicherzustellen. Denn sogar in Japan steigt das pro-Kopf-BIP, und dies maßgeblich aufgrund fiskalischer Nachfragestimulierung.

Abb. 1: Reales US-BIP pro Kopf, Index Jahr 0 = 100



Quellen: BEA; IKB-Berechnung

So gilt es nicht, Krisen zu verhindern, um die Wirtschaft in einem stabilen Zustand zu halten. Viele Krisen lassen sich ohnehin erst im Nachhinein als solche erkennen. Auch sollten wichtige Institutionen wie die Notenbank nicht als Wächter von Prinzipien gesehen werden, sondern wie Minsky erklärt, sollte sie Lösungsanbieter für Krisenbewältigungen sein. Denn die Dynamik einer Volkswirtschaft wird nicht von universalen Gesetzen bestimmt. Der klassische Gedanke, Geld sei langfristig neutral und die Notenbank hätte somit keinen Einfluss auf die Wirtschaftsentwicklung, entspricht nicht der Realität, da die Erholung nach der Krise die Grundlage der Zukunft darstellt.

Geldpolitik in der Coronakrise – wird die moderne Geldtheorie neue Wege ebnen?

Die Folgen der Coronakrise dürften aus Makrosicht eher negativ zu beurteilen sein. Themen wie Deglobalisierung, Risikoaversion, eingeschränkte Bildung, höhere Produktionskosten und nicht zuletzt eskalierende Staatsschulden belasten den langfristigen Wachstumsausblick. Auch die Rolle der Notenbanken wird zunehmend kritisch gesehen. Diese Kritik ist aber nicht angebracht, da die Notenbanken ihrer Rolle und Aufgabe als Krisenbekämpfer gerecht geworden sind. Nach der Finanzkrise war das anders: Hier agierte die EZB eher passiv. Denn in der Finanzkrise hatten weder Griechenland noch Italien Zugang zu einer eigenen Notenbank, um ihre Schuldentragfähigkeit zu sichern, was die Euro-Krise maßgeblich verursacht hat. Eine zweite Euro-Krise wird es aufgrund der aktiveren aktuellen Rolle der EZB trotz der deutlich höheren Schuldenquoten nicht geben. Denn durch verschiedene Ankaufprogramme ist die EZB zur effektiven Notenbank der einzelnen Euro-Staaten und inzwischen zu deren größtem Gläubiger geworden.

Seit der Finanzkrise bestehen jedoch Sorgen vor einer zu übermütigen und schuldengetriebenen Geld- und Fiskalpolitik. Doch hohe Schulden sind keine Gefahr und werden zu keinem Zusammenbruch des Finanzsystems führen – trotz all der Untergangsprophetien. Mehr Schulden bedeutet auch mehr Vermögen – zwei Seiten

einer Medaille. Das Problem ist vielmehr, dass infolge einer ungleichen Verteilung von Vermögen und Schulden die effektive Nachfrage nicht ausreichend hoch ist, um Wachstum zu generieren, was dem Staat ermöglichen würde, sich zurückzuziehen. Stattdessen muss der Staat ständig die effektive Nachfrage stützen, was die Staatsschuldenquote ebenso wie die EZB-Bilanzsumme ausweitet.

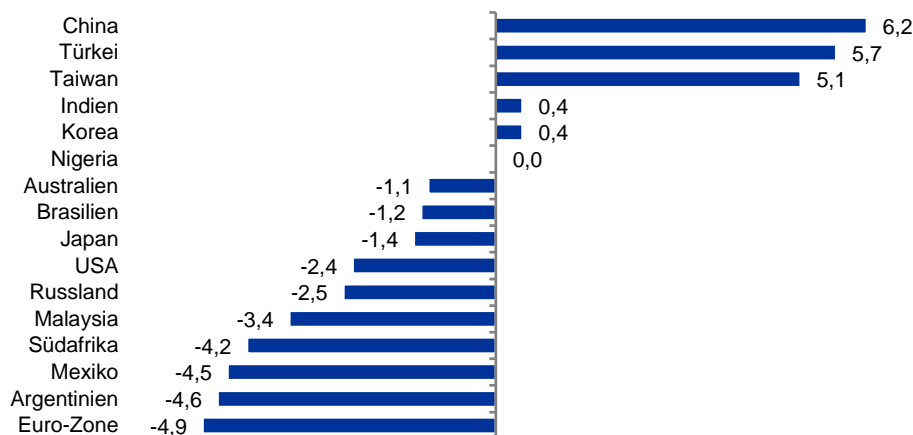
Nun wird argumentiert, die Politik des „billigen Geldes“ werde immer ineffektiver. Für jeden Euro oder US-Dollar, den die Notenbank auf den Markt wirft – indem sie Schulden und Kredite ausweitet –, wird immer weniger Wachstum generiert. Dies ist tatsächlich der Fall. Auch aktuell haben EZB-Bilanzaufblähung und -Geldmengenausweitung einen eher überschaubaren Einfluss auf die reale Wirtschaft. Das Geld fließt in die Finanzwirtschaft und wird dort trotz niedriger Zinsen gehortet. Wie Minsky bereits argumentierte, erweisen sich dabei Finanzprodukte oftmals als attraktiver im Vergleich zu Investitionen in die Realwirtschaft. Somit ist der Abfluss des Geldes der Notenbank relativ hoch und muss durch den Staat und höhere Schulden in die Realwirtschaft zurückgeführt werden. Deshalb wäre es effektiver, wenn die Notenbank das Geld direkt dem Staat überweisen würde – anstatt Ankaufprogramme zu starten –, damit dieser es sofort und in voller Höhe in der Realwirtschaft ausgeben kann.

Schwierig wird es, wenn die Inflationsrate nachhaltig ansteigen sollte und somit den Handlungsspielraum der Notenbank einengt. Doch wann ist eine Inflationsrate nachhaltig? Rohstoffpreisanstiege ergeben nur in Kombination mit robuster Nachfrage einen möglichen nachhaltigen Inflationsanstieg. Mit solch einer Nachfrageentwicklung wäre aber danach der Raum für eine weniger unterstützende Geldpolitik gegeben. Die Lehren aus der Corona-Pandemie sind deshalb nicht nur in der Optimierung globaler Lieferketten zu finden, sondern auch am Erfolg einer aktiv unterstützenden Geldpolitik zu messen. Es wäre zu wünschen, dass sich diese Erkenntnisse auch in der aktuellen Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB spiegelt. Doch ob die europäische Notenbank für Gedanken der modernen Geldtheorie offen ist, ist zweifelhaft. So mag es womöglich eine weitere Krise benötigen, um Paradigmen aufzubrechen.

Euro-Zone als relativer Verlierer der Corona-Pandemie

Die langfristigen Kosten und negativen Implikationen der Corona-Pandemie sollten nicht überbetont werden, da diese angesichts einer nicht vorhersehbaren Wachstumsdynamik (Random Walk) kaum greifbar sind. Entscheidend ist, wie schnell die Wirtschaft aus der Krise herauskommt und wieder Fahrt aufnimmt. Für die Erholung nach der Coronakrise ist die Differenzierung zwischen Industrie- und Schwellenländern kaum relevant. Es scheint eher geografische Unterschiede zu geben. So verläuft die Belebung in den asiatischen Ländern bisher deutlich dynamischer als in der übrigen Welt. Die Euro-Zone hingegen scheint eher ein Nachzügler zu sein. Auf dieser Grundlage ist es verfrüht, den Fuß vom fiskalischen wie geldpolitischen Gaspedal zu nehmen.

Abb. 2: Abweichung des realen BIP – Q4/2020 zu Q4/2019



Quelle: Bloomberg

Kelton, Stephanie 2020: *The Deficit Myth, Modern Monetary Theory and how to build a better economy.*

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

	2019	2020	2021P	2022P
Deutschland	0,6%	-5,1%	3,5%	4,6%
Euro-Zone	1,3%	-6,7%	4,8%	4,7%
UK	1,4%	-9,8%	5,6%	5,4%
USA	2,2%	-3,5%	6,9%	3,8%
Japan	0,3%	-5,0%	2,6%	1,8%
China	6,0%	2,3%	8,5%	5,6%

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

	2019	2020	2021P	2022P
Deutschland	1,4%	0,5%	2,7%	1,8%
Euro-Zone	1,2%	0,3%	2,1%	1,5%
UK	1,8%	0,9%	1,5%	2,9%
USA	1,8%	1,3%	4,0%	2,8%
Japan	0,5%	-0,1%	0,1%	0,5%
China	2,9%	2,5%	1,6%	2,3%

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

	24. Jun.	in 3M	Ende 2021	Ende 2022
3M-Euribor	-0,54	-0,50	-0,47	-0,47
3M-USD-Libor	0,13	0,22	0,24	0,24
10-Jahre Bund	-0,17	-0,20	0,10	0,30
10-Jahre U.S. Treasury	1,49	1,60	1,70	1,90

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

	24. Jun.	in 3M	Ende 2021	Ende 2022
EUR/USD	1,19	1,19	1,18	1,15
EUR/GBP	0,85	0,88	0,9	0,89
EUR/JPY	132	131	129	124
EUR/CHF	1,10	1,09	1,1	1,07
EUR/HUF	350	355	360	367
EUR/CZK	25,4	25,8	26,0	25,6
EUR/TRY	10,33	10,2	10,4	10,9
EUR/PLN	4,53	4,55	4,5	4,3
EUR/RUB	86,5	90	88	90
EUR/MXN	24,1	24,2	24,1	23,6
EUR/ZAR	17,0	17,3	18,2	19,5
EUR/CNY	7,73	7,8	7,8	7,9
EUR/CAD	1,47	1,48	1,50	1,46
EUR/AUD	1,57	1,54	1,50	1,48

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) EZB; FRED und IKB-Prognosen (in 3M; Ende 2021, 2022)

Disclaimer:

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

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

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

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

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

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

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

2021

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. Ralph Müller, Dr. Patrick Trutwein