

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: Der Wind für Unternehmen wird rauer 2

Unternehmen stehen vor zunehmenden Herausforderungen • Aktuell belasten Lieferprobleme und Rohstoffknappheit • Zudem trüben steigende Zinsen und Kosten sowie eine schwächere Nachfrage den Ausblick • Unternehmensgewinne werden zunehmend unter Druck geraten

Geldpolitik: Inflationsdruck in der Euro-Zone wird nachlassen, was drastische Zinsanhebungen der EZB verhindern sollte 4

Erste Zinserhöhung der EZB im Juli • EZB bleibt aber vage, betont Datenabhängigkeit der Geldpolitik • Konjunkturabschwächung gibt restriktiver Geldpolitik Rückenwind • Bundrenditen weiterhin mit Überraschungspotenzial nach oben – zumindest kurzfristig

Konjunkturertrübung wird Inflation senken 6

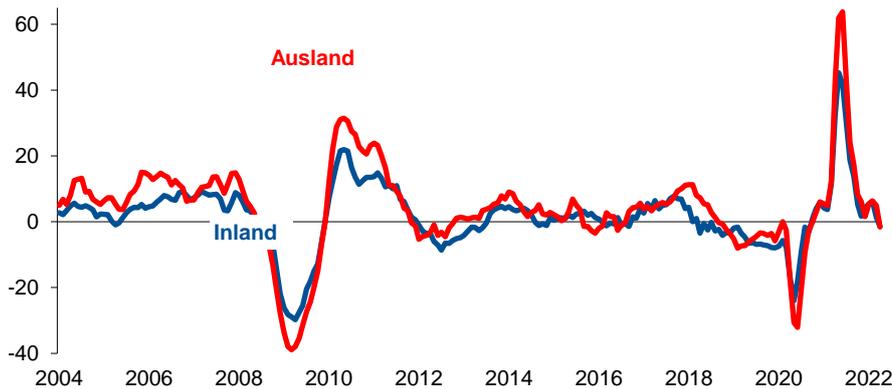
Inflationsdruck wird 2023 sinken • Noch überrascht Teuerung nach oben • Konjunkturabkühlung wird Preisauftrieb senken • Konjunkturängste treiben Risikoaversion • Neue Sorgen um „Euro-Krisenländer“ und vor erneuter Euro-Krise

Deutsche Rohstoffabhängigkeit: erst diversifizieren, dann sanktionieren 9

Boycott von Gas und anderen Rohstoffen belasten die westlichen Volkswirtschaften • Ukraine braucht aber starke Partner • Globale Angebotsausweitung von Rohstoffen und deutsche Diversifizierung des Rohstoffbedarfs müssen zügig vorangetrieben werden

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



IKB-Prognose 2022
 Reale Veränderung in %,
 saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

Deutschland	1,4
Euro-Zone	2,9
UK	3,9
USA	2,3
Japan	1,7
China	5,0

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

Deutsche Konjunktur: Der Wind für Unternehmen wird rau

Stimmung trübt sich ein

Die Stimmung in der deutschen Wirtschaft trübt sich wieder ein. Dies gilt vor allem für die Industrie. Ihr Ausblick wird nicht nur von steigenden Rohstoffpreisen und Versorgungsknappheit, vor allem bei Gas, belastet, auch die Nachfrage ist zunehmend rückläufig. Insgesamt bewerten die Unternehmen ihre aktuelle Lage zwar nur etwas schlechter als im Vormonat; der entsprechende Teilindex des ifo Geschäftsklimas sank um 0,3 auf 99,3 Punkte. Aber die Geschäftserwartungen haben sich erneut deutlich eingetrübt. Der Index sank um 1,1 auf 85,8 Punkte. Der Blick in die Zukunft wird also noch skeptischer. Insbesondere die Chemische Industrie ist alarmiert.

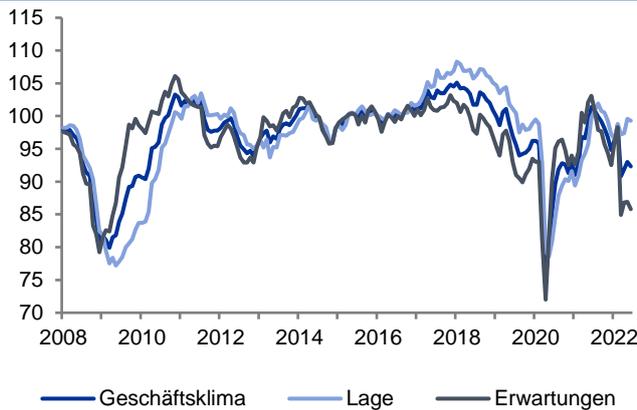
Lohnanstiege in Deutschland: Aufgeschoben ist nicht aufgehoben

Reale Einkommensverluste infolge der aktuell hohen Inflation belasten die Kaufkraft und dämpfen die Nachfrage; dies wird durch die Normalisierung des Konsums infolge der Corona-Pandemie und den damit einhergehenden Nachfragerückgang nach produzierten Gütern noch verstärkt. In der Folge ist zunehmender Margendruck zu erwarten bzw. bereits ersichtlich. Auch bleibt der Fachkräftemangel ein Thema. Denn vor allem in den USA verharrt die Erwerbsquote auf einem deutlich niedrigeren Niveau als noch vor Ausbruch der Corona-Pandemie. Doch auch am Standort Deutschland ist von zunehmendem Lohndruck auszugehen. Zwar halten sich die Tariflohnerhöhungen aktuell aufgrund von Einmalzahlungen noch in Grenzen. Bei einer Inflationsrate im Jahr 2022 von über 7 % und einem spürbaren realen Einkommensverlust ist jedoch von weiterem Tariflohndruck auszugehen – vor allem auch im nächsten Jahr, insbesondere, wenn es nicht zu einem absoluten Preisrückgang bei wichtigen Rohstoffen kommt.

Zunehmend herausforderndes Umfeld für Unternehmen

Eine lokale sowie globale Konjunkturertrübung ist notwendig, um den Inflationsdruck zu dämpfen. Denn für eine niedrigere Inflation im Jahr 2023 sind Anpassungsprozesse in Form von Lohnmoderation und Margendruck bei Unternehmen notwendig. So geht der Weg hin zu einer niedrigeren Inflationsrate nur über eine sich eintrübende Konjunktur, die aktuell von den Notenbanken aktiv angesteuert wird. Dies gilt vor allem im aktuellen Umfeld, bei dem sinkende Rohstoffpreise und damit eine Umwälzung des Anpassungsprozesses auf das Ausland nicht möglich bzw. kurzfristig nicht zu erwarten sind. Weltweit sehen sich deshalb Notenbanken gezwungen, Zinsen anzuheben, um die Konjunktur abzuschwächen und die Kosten des Anpassungsprozesses hin zu einer niedrigeren Inflation auf Arbeitnehmer und -geber umzulenken. Deshalb befinden sich Unternehmen aktuell in einem herausfordernden Umfeld: eine sich abkühlende Nachfrage, Kostendruck sowie steigende Zinsen. Eine Entlastung wäre perspektivisch nur durch absolut sinkende Rohstoffpreise möglich, die auch Raum für eine Erholung des privaten Einkommens erlauben würden. Doch auch hierfür wird eine globale Konjunkturertrübung notwendig sein. Zwei Lichtblicke gibt es aber dennoch – zumindest über 2022 hinaus.

Deutschland: ifo Geschäftsklima, 2015 = 100Index

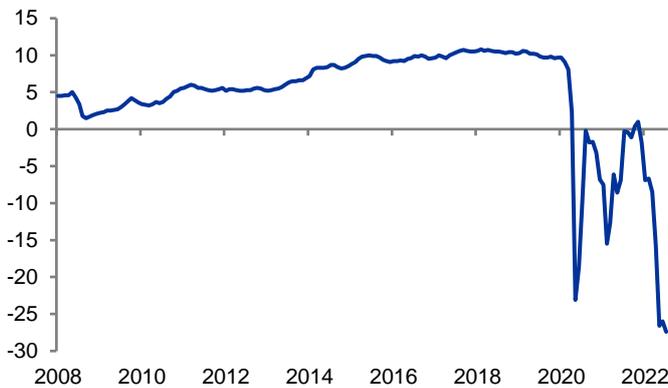


Quelle: FERI (ifo)



Zum einen wird der reale Einkommensverlust der Haushalte die Erwerbsquote ansteigen lassen. Denn für den Erhalt des Lebensstandards muss mehr gearbeitet werden. Zweitens wird der Margendruck zunehmend für. Produktivitätswachstum sorgen, vor allem im Produzierenden Gewerbe. Beides stützt das Potenzialwachstum am Industriestandort Deutschland. Der Weg dahin muss allerdings erst noch beschriftet werden und wird in den kommenden Monaten bzw. Quartalen für ein herausforderndes Konjunkturmilieu für Unternehmen sorgen (*siehe auch Beitrag S. 6*).

Deutschland: GfK-Konsumklima, Index in Punkten

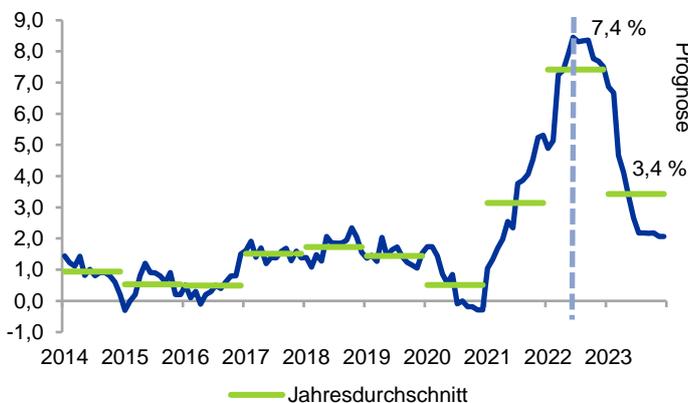


Quelle: Bloomberg



Einschätzung: Angesichts der aktuellen Rahmenbedingungen wie die zu erwartende Konjunkturertrübung, Margendruck und steigende Zinsen ist es nicht überraschend, dass die Stimmung der Unternehmen nicht die beste ist. Ein Grund, warum sie nicht schlechter ist, sind sicherlich die noch guten Auftragspolster. Das Blatt sollte sich aber in den kommenden Monaten spürbar wenden. Hinzu kommen hohe Unsicherheiten über die kurz- und selbst mittelfristige Versorgungslage bei wichtigen Energierohstoffen sowie Rohstoffen grundsätzlich. Bei einem sinkenden bzw. kaum wachsenden Angebot muss die Nachfrage nachlassen, damit das Gleichgewicht wieder hergestellt wird. Dies wird wahrscheinlich durch Lohnmoderation, aber sicherlich auch durch Margendruck infolge spürbar steigender Zinsen geschehen. Diese Entwicklung ist notwendig, um den Inflationsdruck zu dämpfen. Deshalb sind die jüngsten Stimmungskennzeichen aus geldpolitischer Sicht positiv, weil sie signalisieren: Der notwendige Anpassungsprozess hin zu einer niedrigeren Inflation ist gestartet.

Deutschland: Inflationsrate in %

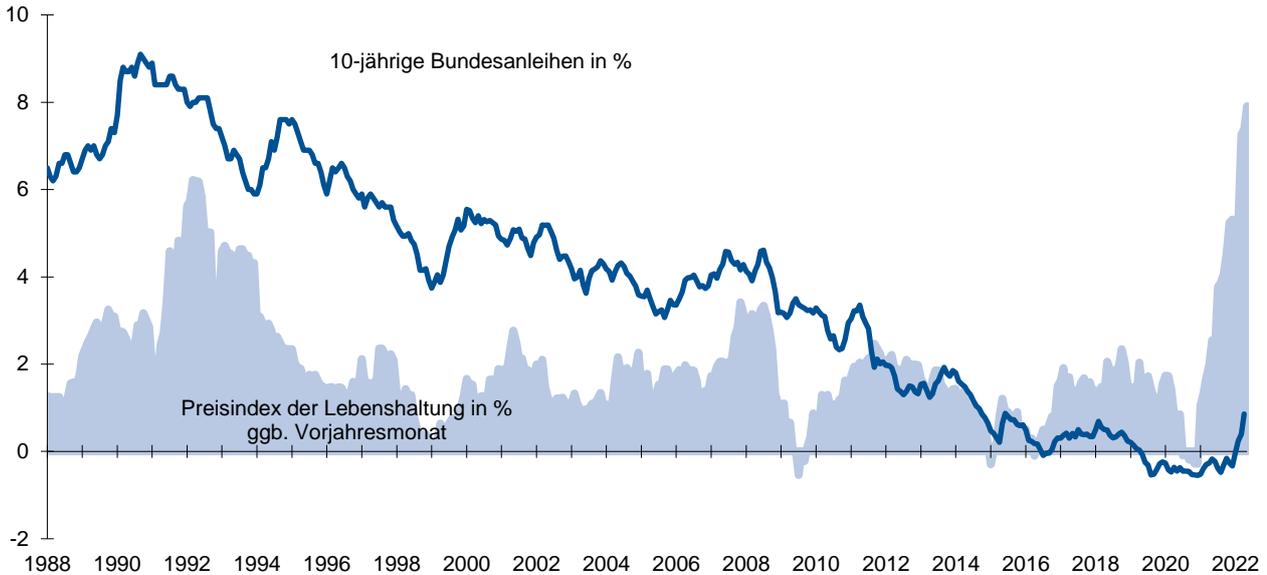


Quelle: FERI (Statistisches Bundesamt)



Für Unternehmen ist die Herausforderung allerdings groß: Infolge einer sich abschwächenden Nachfrage verstärkt sich auch der Margendruck. Die IKB hat ihre BIP-Prognose für Deutschland abwärts revidiert und erwartet nun ein Wachstum von rd. 1,5 % im laufenden Jahr; das Prognoserisiko ist angesichts der geopolitischen Unsicherheiten weiterhin nach unten gerichtet.

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

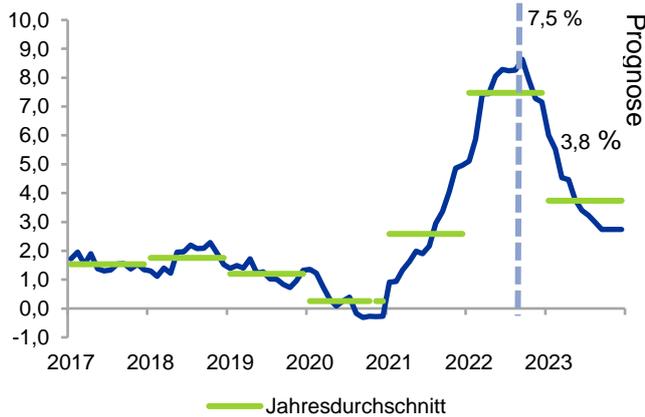


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Geldpolitik: Inflationsdruck in der Euro-Zone wird nachlassen, ...

Euro-Zone: Inflationsrate in %



Quellen: Eurostat; IKB-Prognose

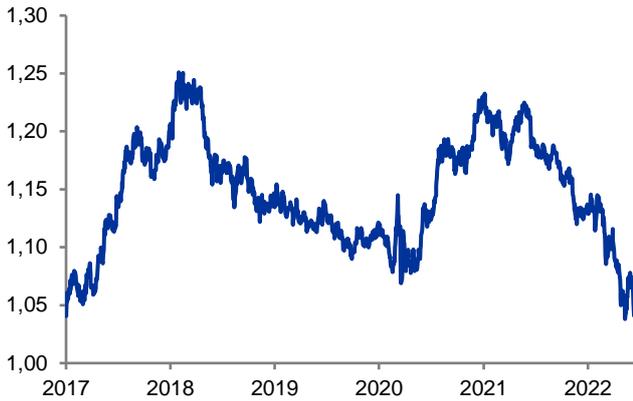


Die Erwartungen an die EZB, die Zinsen zu erhöhen, nehmen Fahrt auf. So werden nicht nur für jedes verbleibende EZB-Treffen Zinsschritte (noch vier Termine im laufenden Jahr) erwartet. Der Markt spekuliert auch zunehmend über Schritte von 50 bp. Jedoch bleibt die EZB nach wie vor vage, und sie betont die Datenabhängigkeit ihrer Politik. Doch die Zahlen sprechen eine klare Sprache: Die Inflationsraten in der Euro-Zone überraschen weiterhin nach oben. Zwar bekräftigt EZB-Präsidentin Lagarde, dass die Teuerung nicht durch eine überhitzte Wirtschaft, sondern durch Angebotsprobleme getrieben wird.

Es ist jedoch die Kombination von Angebotsproblemen und einer robusten Nachfrage, die die überraschend hohen Inflationsraten generiert und den Unternehmen bis dato robuste Margen gesichert hat. Steigende Zinsen sind auch bei Angebotsproblemen notwendig, um den Preisdruck auf Margen und Realeinkommen umzulenken und so Zweitrundeneffekte und damit einen anhaltenden Anstieg der Inflationsrate zu verhindern. Eine weitere und äußerst effektive Alternative wäre natürlich eine spürbare Aufwertung des Euro. Doch hierfür müsste die EZB konkrete Zinsschritte ankündigen, die über den Markterwartungen lägen und so für Überraschungspotenzial sorgen würden. Da sich die EZB eher bedeckt hält und auf die Entwicklung der weiteren Daten verweist, ist dieses Potenzial jedoch überschaubar – auch wenn die Fed womöglich im Jahr 2022 überreagiert und Erwartungen von Fed-Zinssenkungen im Jahr 2023 den US-Dollar unter Druck setzen könnten. Der geldpolitische Transmissionsmechanismus benötigt Zeit. Die bedeutet jedoch auch, dass graduelle Zinsanstiege kaum Einfluss auf den Inflationsprozess haben sollten. Sicherlich stellt eine steilere Zinskurve (Bundrenditen bei über 1,5 %) bereits eine geldpolitische Straffung dar. Doch diese ist angesichts des Inflationsdrucks alles andere als ausreichend, um die Nachfrage entscheidend zu reduzieren. Allerdings bekommt die Geldpolitik gerade spürbaren Rückenwind bei der Inflationsbekämpfung. Denn die Weltkonjunktur trübt sich aufgrund der hohen Rohstoffpreise und geopolitischer Unsicherheiten spürbar ein. Die starke Inflation hat die reale Kaufkraft gesenkt, was die Nachfrage schwächt. Auch sollten Gewinnmargen der Unternehmen zunehmend unter Druck geraten – vor allem wenn der Lohndruck eskalieren sollte.

... was drastische Zinsanhebungen durch die EZB verhindern sollte

Euro-US-Dollar Wechselkurs, 1 Euro = ... US-Dollar



Quelle: Bloomberg



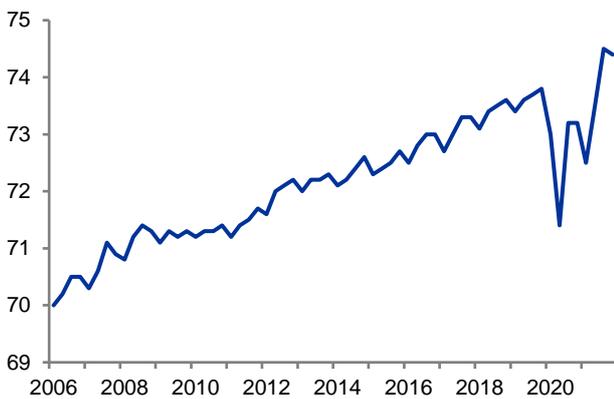
Die Folgen wären dann eher in der Realwirtschaft mit steigenden Insolvenzen und Kapazitätsabbau zu sehen, und weniger in einer höheren Inflation. So mag eine graduelle geldpolitische Wende in der Tat ausreichen – vor allem wenn sich die Fiskalpolitik bei der Bekämpfung der konjunkturellen Eintrübung zurückhalten würde (s. *IKB-Kapitalmarkt-News 25. Mai 2022*).

Auch wenn die EZB aktuell immer wieder betont, datenabhängig zu handeln, ist das Gegenteil der Fall. Denn sie hat weiterhin trotz eskalierender Inflation eine klare Vorstellung von dem europäischen Inflationsprozess. Diese beruht darauf, dass sich die Inflationsdynamik auch ohne effektive geldpolitische Straffung legen wird. Die sich eintrübende Konjunktur – auch infolge eskalierender Rohstoffpreise – stützt diese Einschätzung, zumindest was die Inflation im Jahr 2023 betrifft. Anders als in den USA scheint der europäische Arbeitsmarkt auch weniger überlastet zu sein. Schließlich ist die Erwerbstätigenquote in der Euro-Zone bereits wieder über dem Vor-Corona-Niveau, während sie in den USA weiterhin deutlich darunter liegt.

Kurzfristig bleibt jedoch das Überraschungspotenzial für Bundrenditen hoch. Denn noch deuten realwirtschaftliche Daten auf keine klaren Signale einer ausreichenden Abkühlung der Konjunktur hin, während Inflation weiter nach oben überraschen könnte. Dennoch sind aus Sicht der IKB die Weichen für einen nachlassenden Inflationsdruck gelegt.

Mit klaren Anzeichen einer konjunkturellen Eintrübung in den USA wie der Euro-Zone sollte der Aufwärtsdruck auf Bundrenditen nachlassen. Doch während die US-Renditen nach dem deutlichen Anstieg bereits wieder Potenzial für eine Korrektur nach unten haben, bleibt dies für Bundrenditen eher überschaubar. Denn anders als in den USA zeigt sich die EZB bei weitem nicht so aggressiv bei ihren Zinsanhebungen wie die Fed. Somit könnte die Fed die Zinsen bereits Ende 2023 wieder senken. Die EZB hingegen wird im Jahr 2023 kaum ein Einlagenzinsniveau erreichen, bei dem sich Erwartungen über deutliche Zinssenkungen breit machen. Dennoch sollte der Ausblick für die Inflation wie US-Renditen einen tendenziellen Rückgang der Bundrenditen sicherstellen. Das Risiko von anhaltend steigenden Bundrenditen im Jahr 2023 ist aus IKB-Sicht eher zu vernachlässigen.

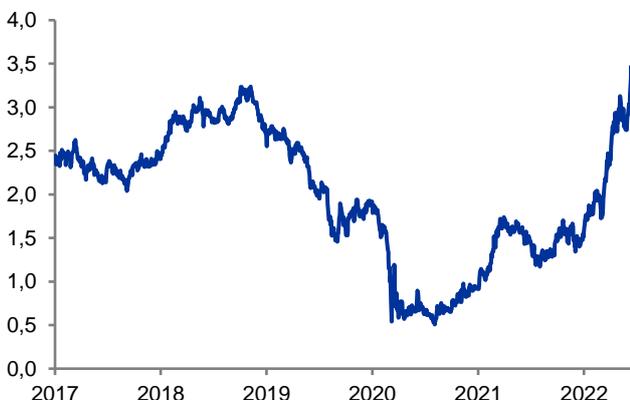
Euro-Zone: Erwerbsquote in % der Bevölkerung



Quelle: Eurostat



10-jährige US-Renditen in %



Quelle: Bloomberg



Konjunkturertrübung wird Inflation senken

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

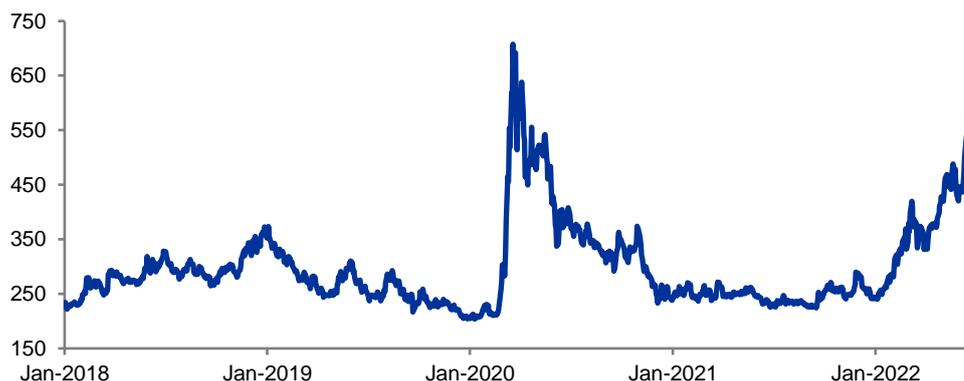
Noch überrascht die Inflation weiter nach oben, was zu Nervosität bei den Notenbanken geführt hat. Dies gilt für die USA, wo die Gefahr einer Rezession aufgrund der ambitionierten Geldpolitik der Fed spürbar zugenommen hat. Es gilt aber auch für die Euro-Zone, wo das zögerliche Verhalten der EZB Spekulationen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

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

Aktuelle Rahmenbedingungen – die Weichen für sinkende Inflation sind gestellt

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

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



Quelle: Bloomberg

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

Das gewünschte „soft landing“ wird also immer unwahrscheinlicher, und die US-Zinskurve könnte Ende 2022/Anfang 2023 invers werden. Angesichts der realwirtschaftlichen Entwicklungen scheint jedoch eins klar zu sein: **Die Inflationsrate wird nachlassen. Die Frage ist nur, wie groß der Schaden für die Realwirtschaft sein wird, bzw. wie stark die Zinsen steigen werden.**

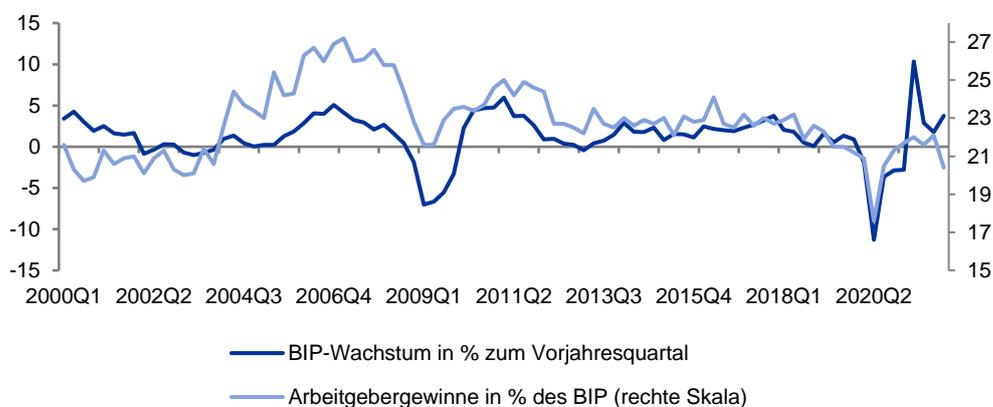
Braucht es in der Euro-Zone eine effektive geldpolitische Straffung, um den Inflationsdruck in den Griff zu bekommen, sind selbst die aktuellen Erwartungen von steigenden Zinsen nicht ausreichend – vor allem wenn die Fiskalpolitik mit höheren Ausgaben auf die Konjunkturertrübung reagiert und so einer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

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

Fokus Deutschland: Margen bereits im ersten Quartal 2022 unter Druck

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

Abb. 2: Deutschland: BIP-Wachstum und Unternehmerrgewinne



Quelle: Statistisches Bundesamt

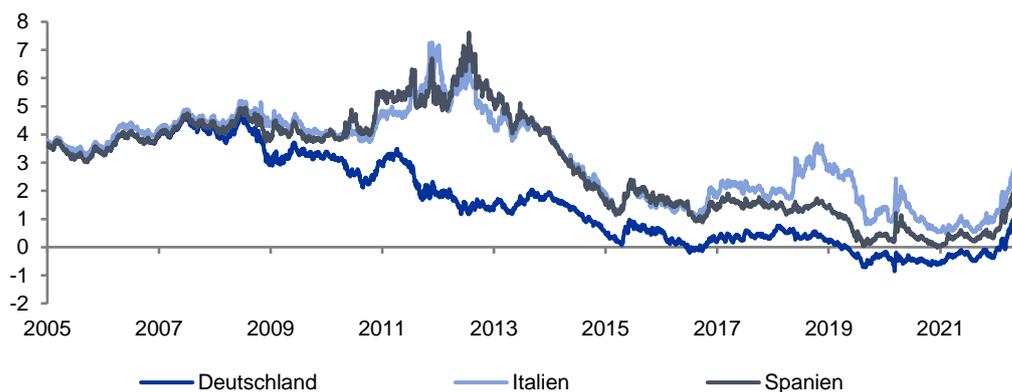
Fragmentierung in der Euro-Zone muss entschieden entgegengewirkt werden

Bei den Aktienmärkten bleibt die Volatilität kurzfristig hoch. Die Zinsen steigen nicht, weil die Wirtschaft gut läuft, sondern um sie abzukühlen. Die Margen sind unter Druck, während der Risikoappetit

der Märkte nachlässt. All dies belastet Bewertungen und Gewinnerwartungen. Eine Euro-Aufwertung würde zwar helfen, den Inflationsdruck in der Euro-Zone auf die Handelspartner abzuwälzen. Für global agierende DAX-Unternehmen hat eine Aufwertung jedoch auch eine Gegenseite: Gewinne aus dem Ausland werden belastet. Dennoch: Der effektivste und schnellste Weg den Inflationsanstieg zu dämpfen, wäre eine spürbare Aufwertung des Euro. Gerade bei einer sich abschwächenden Nachfrage würden Importpreise spürbar zurückgehen und sinkender Rohstoffpreisdruck könnte an den Verbraucher weitergegeben werden. Angesichts der anhaltend voranpreschenden Fed ist es allerdings herausfordernd, den Euro gegenüber dem US-Dollar an Boden gewinnen zu lassen. **Was jedoch zu verhindern ist, ist eine erneute Euro-Krise, also eine erneute Unsicherheit über den Erhalt der Euro-Zone und eine zunehmende Fragmentierung der Euro-Zinsmärkte. Dies würde den Euro-Wechselkurs schwächen und eher für noch mehr Inflationsdruck sorgen.** So ist die EZB gut beraten, die Fragmentierung der Märkte ernst zu nehmen und entscheidend dagegen vorzugehen.

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

Abb. 3: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg

Deutsche Rohstoffabhängigkeit: erst diversifizieren, dann sanktionieren

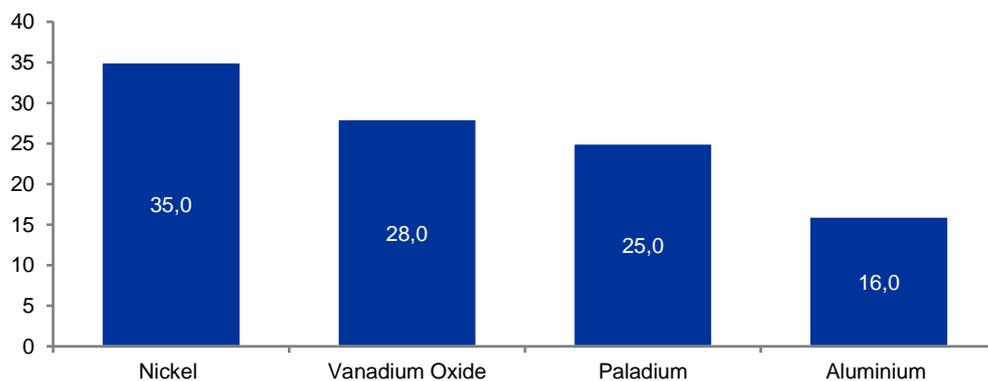
Fazit: Ein Boykott von Gas oder Metallen aus Russland belastet die deutsche und europäische Wirtschaft. Dies kann weder im Interesse Deutschlands sein, noch im Interesse der Ukraine. Im Gegenteil, die Ukraine braucht wirtschaftlich starke Partner, die sie beim Widerstand gegenüber Russland und danach beim Wiederaufbau unterstützen.

Langfristig muss das Ziel sein, die Marktstellung Russlands nicht durch Sanktionen zu reduzieren, sondern durch eine globale Angebotserweiterung bei Rohstoffen. Rohstoffembargos belasten zunächst vor allem die sanktionierenden Länder, während andere Länder sogar vom Überangebot profitieren – vor allem mittel- bis langfristig. Das führt wiederum zu Wettbewerbsverzerrungen. Deshalb ist Deutschland gut beraten, seine Rohstoffabhängigkeit grundsätzlich zu diversifizieren, bevor Sanktionen als politisches Druckmittel auf breiter Basis angewandt werden.

Die Bundespolitik steht in der Kritik, sich bei Rohstoffen zu sehr von Russland abhängig gemacht zu haben. Das stellt die deutsche Wirtschaft nun vor die Herausforderung, zwischen neuen politischen Zielen und wirtschaftlicher Realität lavieren zu müssen und bringt Geschäftsmodelle der deutschen Industrie – gerade auch der rohstoffintensiven Industrien – in Bedrängnis: Erhalten die Unternehmen ihre Handelsbeziehungen mit Russland aufrecht, so belastet das ihre politische und gesellschaftliche Wahrnehmung. Wird hingegen die Rohstoffzufuhr gekappt, steht womöglich der gesamte Wertschöpfungsprozess am Standort Deutschland auf dem Prüfstand. Schließlich ist Russland nicht nur Exporteur wichtiger Energieträger, sondern auch von Metallrohstoffen.

Der Krieg in der Ukraine erfordert eine klare Distanzierung der internationalen und deutschen Wirtschaft von der russischen Aggression. Doch das Problem ist ein grundsätzlicheres. Deutschland ist ein rohstoffarmes Land, das vor allem Rohstoffe bzw. Güter mit einer geringen Wertschöpfung importiert. Nur bei einem hohen Grad der Spezialisierung kann die Wirtschaft ihre Wettbewerbsfähigkeit behaupten und können Unternehmen globale Marktanteile trotz eines niedrigen deutschen Potenzialwachstums verteidigen. Der Versuch eine größere Importunabhängigkeit zu erreichen, würde hohe Ineffizienzen mit sich bringen und wäre gerade bei Rohstoffen schon mangels Verfügbarkeit bzw. Alternativen unrealistisch.

Abb. 1: Anteil Russlands am Weltexport ausgewählter Metalle/Rohstoffe, in %



Quelle: WITS (Weltbank)

Der Industriesektor in Deutschland weist im Vergleich zu anderen entwickelten Ländern eine hohe Wertschöpfung auf. Rohstoffe im allgemeinen und Metalle insbesondere sind dabei notwendige Inputfaktoren, um den deutschen Wachstumsmotor aufrecht zu halten bzw. nachhaltig die Existenz und Bedeutung des Industriestandorts zu sichern. Die oftmals kritisch gesehene Abhängigkeit von Rohstoffimporten ist also andererseits wichtiger Wachstumsimpuls für ein Land mit niedrigem Potenzialwachstum bzw. wenigen natürlichen Ressourcen.

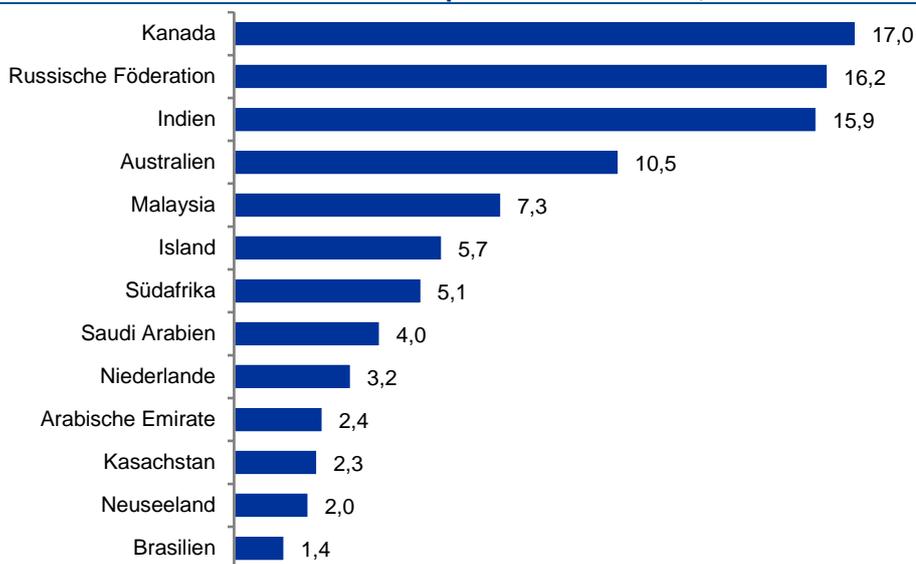
Während der globale Markt bei Öl oder Kohle eine Diversifikation ermöglicht und so die Unabhängigkeit von einzelnen exportierenden Ländern erleichtert, ist es bei Gas und manchen Metallen schwieriger. Auch ist die Möglichkeit, Gas in der Industrie durch andere Rohstoffe zu ersetzen, eher überschaubar. Schätzungen

deuten auf ein Substitutionspotenzial von ca. 8 % für die allgemeine und zwischen 10 und 12 % für die Metallindustrie hin. Deshalb wird Deutschland seine Abhängigkeit bei Gas gegenüber Katar und den USA spürbar erhöhen müssen, um diejenige von Russland verringern zu können. Das mag aktuell als weniger belastend eingeschätzt werden; das Grundproblem besteht aber weiterhin: Die deutsche Industrie ist bei vielen Rohstoffen auf die Zulieferung durch eine Handvoll Länder angewiesen. Auch sind Rohstoffmärkte oftmals durch eine oligopolistische Marktstruktur geprägt; es gibt also jeweils ein paar große Spieler, die den Weltmarkt beliefern. Somit gibt es zwar einerseits Alternativen zu den aktuellen Lieferanten; die weltweite Sanktionierung eines Zulieferers würde aber kurzfristig zu spürbaren Preisanstiegen und globalen Produktionsrückgängen führen. Gerade bei einigen Metallen ist Russland solch ein Oligopolist.

Rohstoffexportierende Länder sind zudem oftmals Schwellenländer, in denen Demokratie, Menschenrechte und Umwelt häufig eine untergeordnete Rolle spielen. Wo eine höhere Wertschöpfung fehlt, kann kein breit basierter Wohlstand entstehen und der Kampf um Wohlstand diktiert die gesellschaftliche Ordnung – oftmals zu Lasten der dortigen Bevölkerungsmehrheit und der Umwelt. Hier sind Russland wie China keine Ausnahmen. Braucht Deutschland Metalle, die nur von einer Handvoll von Ländern geliefert werden können, ergeben sich jedoch kaum Alternativen und es kann ein Konflikt zwischen sozialen sowie politischen Zielen und wirtschaftlichen Realitäten entstehen. Dieses grundsätzliche Dilemma geht weit über die deutsche Russlandpolitik der letzten Jahre hinaus. Denn auch die durch den Krieg in der Ukraine angestoßenen neuen Versorgungsbeziehungen könnten sich in ein paar Jahren als politisch ungewollt erweisen. Bereits aktuell steht Katar wegen der dortigen Menschenrechtssituation in der Kritik, während das Fördern von Flüssiggas durch Fracking – beispielsweise in den USA – als äußerst umweltschädlich gilt.

Sanktionen, also der Versuch durch wirtschaftliche Kosten politische Veränderungen zu induzieren, haben sich im historischen Vergleich bestenfalls als nur teilweise erfolgreich erwiesen. Je geringer die Kosten für das Land sind, das die Sanktionen ankündigt und je höher die Kosten für das sanktionierte Land sind, desto nachhaltiger und effektiver scheinen Sanktionen zu wirken. Erfolgreiche Voraussetzungen für weitere, rohstoffbezogene Sanktionen sind aktuell jedoch kaum gegeben. Denn die hohe Abhängigkeit der deutschen Wirtschaft von russischen Rohstoffen deutet auf signifikante kurzfristige Kosten hin, während der kleine Anteil von direkt profitierenden Akteuren in Russland auf überschaubaren Einfluss von Sanktionen auf die breite Bevölkerung deutet. Politischer Druck kann so kaum erzeugt werden. Auch wird der Einfluss von Sanktionen auf Russland durch Länder wie China oder Indien untergraben. Dies gilt vor allem für Rohstoffe wie Öl, deren Lieferung keine aufwändige Infrastruktur benötigt. Auch sollte die Bundesregierung nicht das durch Sanktionen verursachte Risiko für die heimische Wirtschaft unterschätzen – auch wenn Modellschätzungen einen messbaren und überschaubaren Einfluss unterstellen. Denn die Folgen eines weitreichenden Embargos gegen Russland sind nicht abschätzbar – unter anderem, weil Verhaltensänderungen in Folge von Krisen kaum vorhersehbar sind.

Abb. 2: Anteil am Weltexport von Aluminium, in %



Quelle: WITS (Weltbank)

Die Lösung für verlässliche Rohstoffimporte aus dem Ausland liegt weniger in der Sicherung langfristiger Lieferbeziehungen. Denn diese sorgen nicht für größere Sicherheit, sondern verstärken eher die Abhängigkeit. Auch bestehen oftmals Lieferbeziehungen zu Ländern mit instabilen politischen Strukturen, die sich schnell ändern können. Die Lösung für mehr Versorgungssicherheit liegt also eher in der Diversifikation. Da die Einfuhr von Rostoffen und Produkten mit niedriger Wertschöpfung für das deutsche Wirtschaftswachstum unvermeidlich ist, ist es umso wichtiger, die Abhängigkeit von einzelnen Zulieferern grundsätzlich zu reduzieren. Entscheidend ist mehr Globalisierung und damit Diversifikation – gerade in Rohstoffmärkten mit oligopolistischen Strukturen, bei denen also ein einzelnes Land den Markt entscheidend beeinflussen kann. Denn aktuell verleiht eine solche Situation Russland Verhandlungsmacht.

Ein Boykott von russischem Gas oder Metallen hilft der Ukraine wenig, belastet aber die Fähigkeit der deutschen Industrie und der europäischen Wirtschaft im Allgemeinen, ihre Wertschöpfung zumindest kurz- bis mittelfristig aufrecht zu halten. Dies kann weder im Interesse Deutschlands noch der Ukraine sein. Im Gegenteil, die Ukraine braucht wirtschaftlich starke Partner, die ihr unter die Arme greifen – beim Widerstand gegenüber Russland wie beim Wiederaufbau nach dem Krieg. Langfristig muss das Ziel sein, die Marktstellung Russlands nicht durch Sanktionen zu reduzieren, sondern durch eine spürbare globale Angebotsverbreiterung bei Rohstoffen. Nur so sind politische Ziele und steigender Wohlstand in Einklang zu bringen. Allerdings sind hierfür höhere Rohstoffpreise notwendig – und dies auf globaler und nachhaltiger Basis. Dies wird jedoch ebenfalls nicht durch die Sanktionierung russischer Rohstofflieferungen erreicht. Denn das reduzierte Angebot betrifft nur Länder, die Sanktionen verhängen, während andere Länder sogar aus einem Überangebot aussuchen können – zumindest mittel- bis langfristig. Das führt wiederum zu Wettbewerbsverzerrungen. Deshalb tut Deutschland gut daran, seine Rohstoffabhängigkeit grundsätzlich zu diversifizieren, bevor Sanktionen als politisches Druckmittel auf breiter Basis angewandt werden.

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

	2020	2021	2022P	2023P
Deutschland	-4,9%	2,9%	1,4%	1,6%
Euro-Zone	-6,5%	5,6%	2,9%	1,9%
UK	-9,3%	8,3%	3,9%	1,4%
USA	-3,4%	5,8%	2,3%	1,7%
Japan	-4,5%	1,9%	1,7%	2,2%
China	2,2%	8,1%	5,0%	5,3%

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

	2020	2021	2022P	2023P
Deutschland	0,5%	3,1%	7,4%	3,4%
Euro-Zone	0,3%	2,6%	7,5%	3,7%
UK	0,9%	2,6%	7,8%	4,0%
USA	1,3%	4,7%	8,1%	3,2%
Japan	0,0%	-0,3%	1,4%	0,9%
China	2,5%	0,9%	2,2%	2,1%

	23.06.	Ende Q3 2022	Ende 2022
3M-Euribor	-0,16	0,6	0,8
3M-USD-Libor	2,12	2,4	2,8
10-Jahre Bund	1,64	1,8	1,7
10-Jahre U.S. Treasury	3,15	3,2	2,7

	23.06.	Ende 2022	Ende 2023
EUR/USD	1,06	1,10	1,16
EUR/GBP	0,86	0,86	0,87
EUR/JPY	143	132	128
EUR/CHF	1,02	1,06	1,13
EUR/HUF	397	390	395
EUR/CZK	24,7	25,1	25,8
EUR/TRY	18,4	18,5	19,0
EUR/PLN	4,70	4,45	4,52
EUR/RUB	57,1	70	80
EUR/MXN	21,2	22,6	25,4
EUR/ZAR	16,8	18	19
EUR/CNY	7,10	7,2	7,44
EUR/CAD	1,37	1,4	1,44
EUR/AUD	1,53	1,56	1,56

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
Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4492

2022

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Dr. Patrick Trutwein, Steffen Zeise