

IKB Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

Mai 2023

Deutsche Wirtschaft: Erneute Konjunkturabschwächung droht 2

Deutsche Wirtschaft rutschte nun doch in Rezession • Konsum belastete Konjunktur • Unternehmensstimmung trübt sich wieder ein • Industrie steht vor vielfältigen Herausforderungen, keine Stütze für die nächsten Quartale • Ausblick signalisiert Konjunkturabschwächung

Kapitalmarkt: Fed-Politik – Gefahr der Übertreibung 4

Zögerliche geldpolitische Reaktion auf eskalierende Inflation erforderte drastische Kehrtwende • Aktuelle Straffung wird Nachfrage schwächen und Inflation senken • Geldpolitik wird aber auch zum Risikofaktor für Realwirtschaft, Banken und Finanzmärkte

Deutsche Industriebranchen: Konjunkturprognosen signalisieren trübe Aussichten 6

Lieferengpässe, hohe Energiekosten belasteten Industriekonjunktur • Angebotsprobleme haben sich zwar entspannt, aber synchrone Erholung ist nicht zu erwarten • Allgemeine Nachfrageabschwächung und zunehmender Margendruck werden belasten • Notwendiger Transformationsprozess erhält vorerst keine Impulse

Inflation und Gewinne: Kehrtwende eingeleitet 9

Unternehmen konnten Gewinne im inflationären Umfeld oftmals ausweiten • Aktuell kommt es zu deutlichen Korrekturen • Erzeugerpreise lassen nach • Derzeit ergibt sich für Unternehmen eher Gewinnbelastung als -ausweitung • Zudem wird sich die Nachfrage abschwächen

Volkswirtschaft und Research, IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Klaus Bauknecht

Chefvolkswirt

+49 211 8221 4118

Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Dr. Carolin Vogt

+49 211 8221 4492

Carolin.Vogt@ikb.de

Eugenia Wiebe

+49 211 8221 3174

Eugenia.Wiebe@ikb.de

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



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

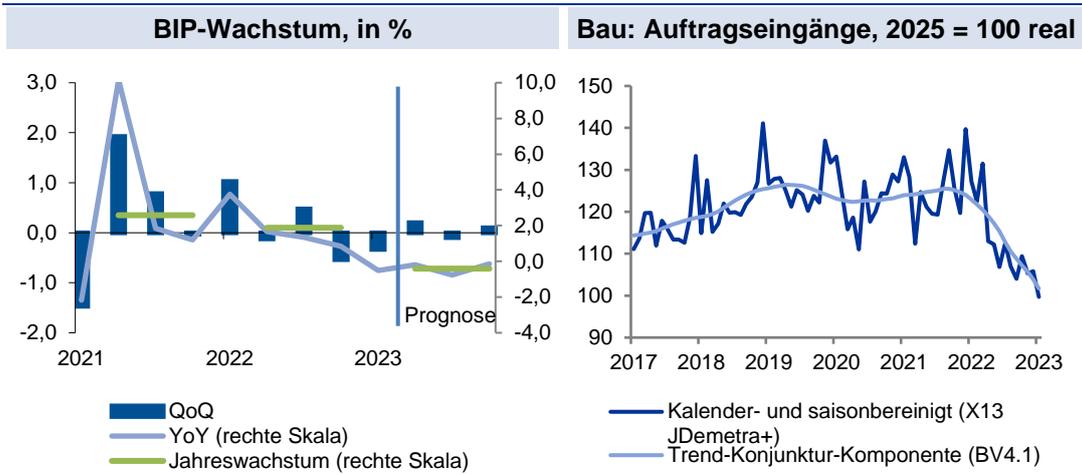
Deutsche Wirtschaft: Erneute Konjunkturabschwächung droht

Die deutsche Wirtschaft ist nach der Revision des Statistischen Bundesamtes im ersten Quartal des Jahres nun doch gesunken (-0,3 % zum Vorquartal QoQ). Da die Wirtschaftsleistung bereits zum Jahresende um 0,5 % QoQ geschrumpft war, hat sich nun doch im Winterhalbjahr eine technische Rezession ergeben. Vor allem der wegen der hohen Inflation schwächelnde private Konsum – aber auch der sinkende Staatsverbrauch – belasteten. Positive Impulse kamen dagegen vom Bausektor. Aufgrund der besseren Witterungsbedingungen legten die Bauinvestitionen um 3,9 % QoQ zu. Auch die Ausrüstungsinvestitionen stiegen um 3,2 % QoQ. Wenig zugelegt haben die Exporte, dennoch stützte der Außenhandel, weil die Importe nachließen.

Der Ausblick bleibt trübe, so bleibt der Bausektor ein Sorgenkind. Die Auftragseingänge befinden sich klar im Sinkflug. Steigende Zinsen und hohe Baukosten belasten die Bautätigkeit. Auch dürfte die nachlassende Industriekonjunktur die weiter bestehende Schwäche des Konsums und die Probleme des Bausektors nicht mehr ausgleichen können. Aktuelle Einkaufsmanager-Umfragen bestätigen, was sich durch die geldpolitische Straffung schon länger andeutet: Die Stimmung im Produzierenden Gewerbe kühlt sich ab. Zum einen aufgrund der schwachen Auftragslage, die Angebotsprobleme wie Lieferengpässe zunehmend in den Hintergrund rückt. Zum anderen aber auch wegen des aufkommenden Drucks auf die Gewinnmargen. Denn die schwache Nachfrage erschwert bzw. verhindert eine Weitergabe der hohen Kosten. Zwar mögen Einfuhrpreise die Kostenlage aktuell entspannen; aber Lohnerhöhungen und der daraus resultierende Druck auf die Lohnstückkosten bauen sich gerade erst auf. Dies gilt vor allem, weil die abkühlende Nachfrage kaum Produktivitätswachstum erlaubt.

Die Diskussion über „Gierflation“ ist aus verschiedenen Gründen unangebracht. Zum einen haben Preiserhöhungen im Umfeld einer robusten Nachfrage und von Angebotsengpässen im Jahr 2022 wenig mit Gier zu tun. Vielmehr sind sie ein notwendiger Anpassungsprozess, um Angebot und Nachfrage ins Gleichgewicht zu bringen. Zum anderen hat sich die Situation bereits deutlich verändert. So sinkt aktuell die Erzeugerpreisinflation stärker als es der Kostendruck aus Importpreisen und Lohnstückkosten andeuten würde. Deshalb wird in den kommenden Monaten die Inflation auch nicht nur aufgrund von Basiseffekten weiter deutlich sinken. Es ist vor allem der Preisbildungsprozess aufgrund einer sich abschwächenden Nachfrage, der den Inflationsdruck dämpfen wird.

Deutschland: Gesamtwirtschaft und das Baugewerbe

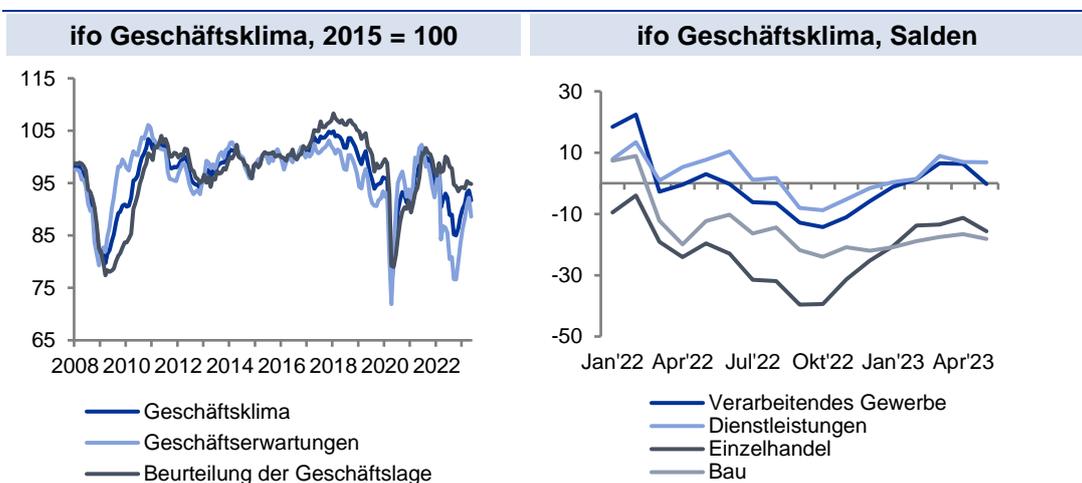


Sinkende Rohstoffpreise bzw. Energiekosten sollten sich zudem vor dem Hintergrund einer schwachen Nachfrage in nachlassenden Erzeugerpreisen niederschlagen und den Rückgang der Inflationsrate beschleunigen. Auch die Nahrungsmittelinflation, die oft als „gefühlte“ Inflation gilt, wird nachgeben. Deren Erzeugerpreise haben spürbar nachgelassen und die Preise sind sogar absolut gefallen. Dies sollte sich in den kommenden Monaten in einem spürbaren Rückgang der VPI-Inflationsrate für Nahrungsmittel zeigen (siehe Beitrag S. 9).

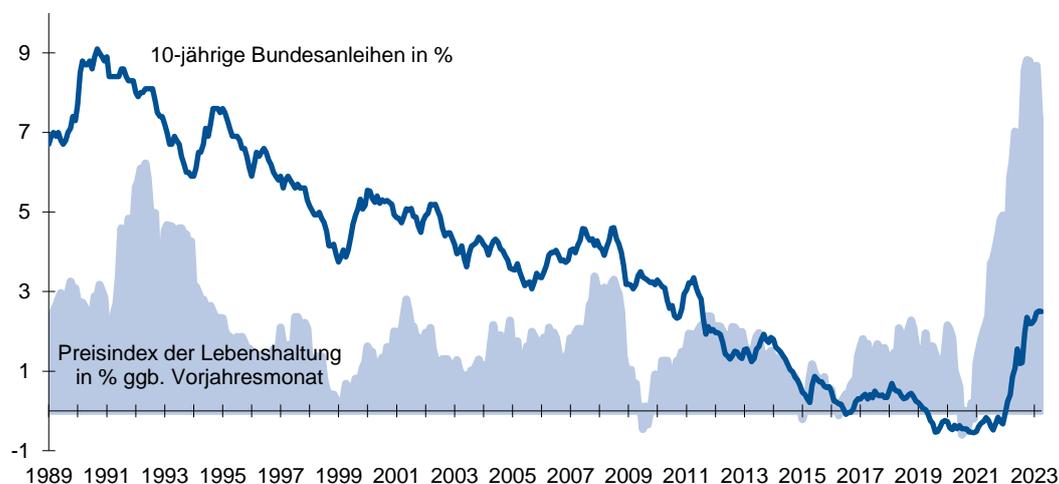
Das Verarbeitende Gewerbe steht vor schweren Zeiten (siehe auch Beitrag S. 6). Zum einen wird die Produktion mangels Nachfrage nachlassen, zum anderen können Preise deswegen kaum erhöht werden, und letztendlich wird im Umfeld steigender Löhne Margendruck entstehen. Somit werden alle Treiber für Unternehmensgewinne belastet. Die Stimmung im Dienstleistungssektor scheint hingegen weiter überwiegend positiv auszufallen. Überraschend ist die bessere Stimmung der Dienstleister nicht. Schließlich ist das Verarbeitende Gewerbe um einiges konjunktursensitiver als viele Dienstleistungssektoren.

Die IKB erwartet ein zunehmend herausforderndes Umfeld, vor allem für konjunktursensitive Industriebranchen, und geht von einer leicht schrumpfenden Gesamtwirtschaft im Gesamtjahr 2023 aus, gefolgt von einem nur moderaten Wachstum im Jahr 2024.

Deutschland: ifo Geschäftsklima



Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank

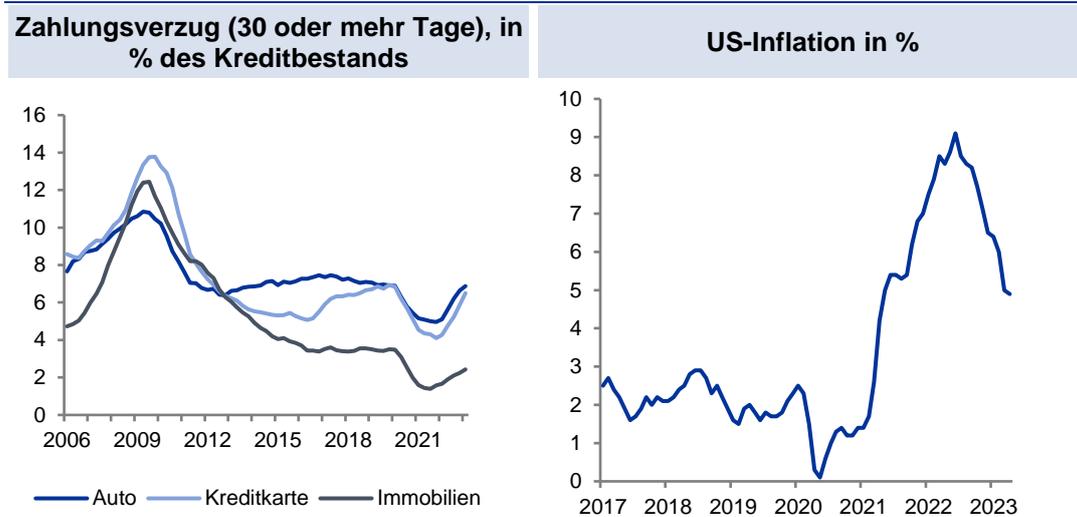
Kapitalmarkt: Fed-Politik – Gefahr der Übertreibung

Die geldpolitische Straffung in den USA kommt zu ihrem Ende, auch wenn eine finale Leitzinsanhebung auf 5,5 % nicht auszuschließen ist. Noch mag sich der US-Arbeitsmarkt als robust erweisen, doch es gibt keine Zweifel: Die Folgen der restriktiven Geldpolitik werden sich in den kommenden Monaten in der Realwirtschaft mehr und mehr zeigen. So sollte sich die US-Konjunktur im weiteren Verlauf des Jahres 2023 spürbar abkühlen, eine technische Rezession ist durchaus möglich. Zudem könnte sich die Erholung hinziehen. Diese Entwicklung ist notwendig, um den Inflationsdruck entscheidend zu dämpfen. Dabei dürfte die Geldpolitik aufgrund der Probleme im US-Bankensektor sowie des Streits um die staatliche Schuldenobergrenze sogar an Effektivität gewonnen haben. Die Abkühlung könnte also deutlich ausgeprägter ausfallen, als es der eigentliche Zinsanstieg andeutet; immerhin erwarten die Finanzmärkte bereits in diesem Jahr erste Fed-Zinssenkungen. Dies würde bedeuten, dass die US-Notenbank mit ihren Zinsanhebungen übertrieben hat, was historisch eher Normalität als Ausnahme darstellt. Denn bis auf den Zeitraum 1995 bis 2001 hielt die Fed in den letzten 60 Jahren nie lange an ihrem finalen Zinsniveau fest, sondern hat relativ schnell die Kehrtwende zur Gegensteuerung eingeleitet. In jüngster Zeit haben sicherlich auch Krisen dazu beigetragen.

Die aktuelle US-Geldpolitik ist deshalb ein weiteres Beispiel dafür, dass Notenbankpolitik nicht unbedingt ein Anker der Stabilität ist, sondern oftmals für erhöhte Volatilität sorgt. Auch war die Geldpolitik viele Jahre ausgesprochen expansiv ausgerichtet, was im Jahr 2021 infolge des kräftigen Inflationsanstiegs zu einer scharfen Gegensteuerung geführt hat. Dies gilt nicht nur für die Fed, sondern auch für die EZB. Der Einlagenzinssatz der EZB war 10 Jahre bei 0 % oder negativ, bis die EZB ihn Mitte letzten Jahres erstmals wieder anhub. Inzwischen hat sie ihn in weniger als einem Jahr um 375 bp. erhöht, und ein EZB-Einlagenzins von mindestens 3,5 % und sogar 4,0 % ist nicht auszuschließen. Dennoch sollte auch die EZB in Kürze das Ende ihres aktuellen Straffungszyklus erreichen.

Die drastische Kehrtwende von Fed und EZB ist Folge einer eher reaktiven bzw. anfänglich zögerlichen geldpolitischen Reaktion auf das eskalierende Inflationsproblem. So stieg die Inflationsrate in den USA bereits seit Anfang 2021, die Fed hat allerdings erst im März 2022 reagiert, also rund ein Jahr später. Da lag die Inflationsrate allerdings bereits bei 8,5 %!

US-Zahlungsverzug und -Inflation



Der Gedanke, Preisschocks würden sich als einmalig herausstellen und damit zu keinen Zweitrundeneffekten führen, hat sich nicht bewahrheitet. Dies ist angesichts der damaligen expansiven Notenbankunterstützung bzw. Schiefelage der geldpolitischen Ausrichtung nicht überraschend. Denn bereits Anfang 2021 hatte die US-Wirtschaft wieder ihr Vor-Coronakrisen-Niveau erreicht, und auch die Konjunktur der Euro-Zone zeigte eine V-Erholung, die bereits damals und auch ohne die eskalierende Inflation ein Ende der ultra-lockeren Geldpolitik benötigt hätte. Im Jahr 2022 entstand deshalb ein enormer Handlungsdruck für beide Notenbanken, dessen Folgen sich nun als Risikofaktor für Realwirtschaft, Banken und Finanzmärkte herausstellen. Eindeutig scheint allerdings: Die Inflation wird durch die Konjunkturertrübung spürbar sinken. Auch sind erste Zinssenkungen der Fed Ende des Jahres plausibel. Für die EZB, deren finales Zinsniveau unter dem der Fed liegen dürfte, ist dies jedoch frühestens im Jahr 2024 ein mögliches Thema.

USA: Fed Funds Rate und Inflation – eine langfristige Betrachtung



Deutsche Industriebranchen: Konjunkturprognosen signalisieren trübe Aussichten

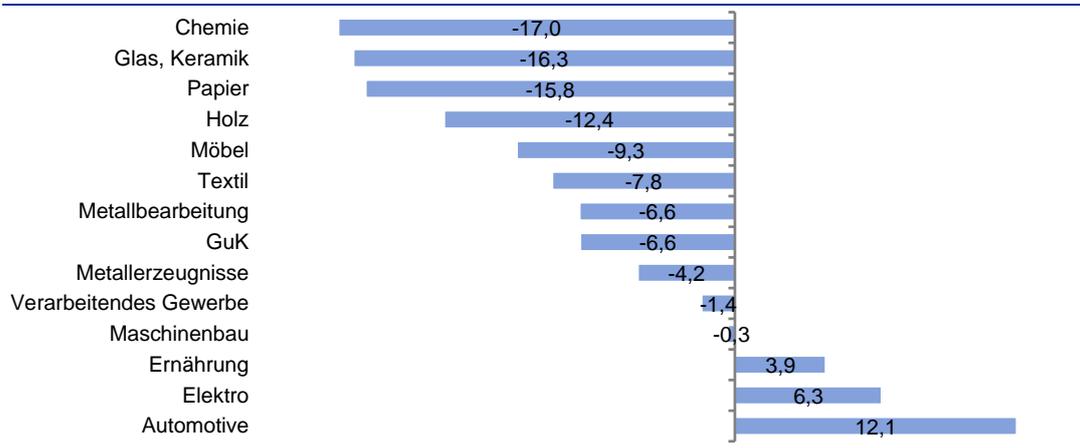
Fazit: Die Produktion der Industriebranchen entwickelte sich im Jahr 2022 sehr heterogen. Verantwortlich dafür waren Lieferengpässe, hohe Energiekosten und eine schwache Konjunktur. Zwar scheint sich die Situation auf der Angebotsseite entspannt zu haben, eine synchrone Erholung ist angesichts der absehbaren Konjunkturuntrübung dennoch nicht zu erwarten. Vielmehr ist in den kommenden 12 Monaten mit weiteren Belastungen für die Produktion zu rechnen.

Besonders betroffen hiervon sind die Automobil- und Metallindustrie, während die Chemieproduktion ohne Pharma, die traditionell konjunktursensitiv ist, von Aufhol-effekten profitieren könnte. Insgesamt wird die Konjunktur in Deutschland kaum Impulse liefern, um die in vielen Branchen anstehende notwendige Transformation am Standort Deutschland kurzfristig voranzutreiben.

Aufgrund nachlassender Lieferengpässe konnte das Verarbeitende Gewerbe seine Produktion im bisherigen Verlauf von 2023 deutlich steigern. Das Niveau bleibt aber insgesamt deutlich unter dem von Anfang 2022. Dabei verlief die Entwicklung allerdings sehr heterogen. Schlusslicht ist die Chemieindustrie, deren Produktion durch die hohen Energiekosten belastet wurde und im März immer noch 17 % unter dem vergleichbaren Vorjahresmonat lag. Die Automobilindustrie hat dagegen vom Nachlassen der Lieferengpässe profitiert und einen Produktionsschub erfahren; im März endete diese positive Entwicklung allerdings abrupt. Insgesamt zeigten im März nur drei Branchen am Standort Deutschland ein Produktionsplus im Vergleich zum Vorjahr: Ernährung, Elektro und Automotive.

Die Treiber der Branchen waren in den letzten Jahren sehr unterschiedlich. Lieferengpässe, deren Beseitigung sowie Energiekosten haben sich unterschiedlich auf die Branchen ausgewirkt. Dies gilt vor allem auch deshalb, weil es keine kräftigen Konjunkturimpulse gab, die einheitlich für Auftrieb sorgten. Das Restjahr 2023 und 2024 sollten vor allem durch eine zunehmend breite Nachfrageschwäche gekennzeichnet sein. Denn die geldpolitische Straffung in den USA sowie in der Euro-Zone wird die Konjunktur spürbar belasten. Auch kann Chinas Konjunkturentwicklung aktuell nur wenig überzeugen. Ein deutlicher chinesischer Schub für das globale Wirtschaftswachstum scheint unwahrscheinlich. Deshalb wird allgemein für das aktuelle sowie kommende Jahr eher von einem stagnierenden bzw. kaum wachsenden deutschen BIP ausgegangen. Für dieses Jahr liegen die BIP-Wachstumsprognosen für Deutschland bei ca. 0 %, für das kommenden Jahr bei ca. 1 %.

Abb. 1: Industrieproduktion, Veränderung in % März 2023 zu Feb. 2022

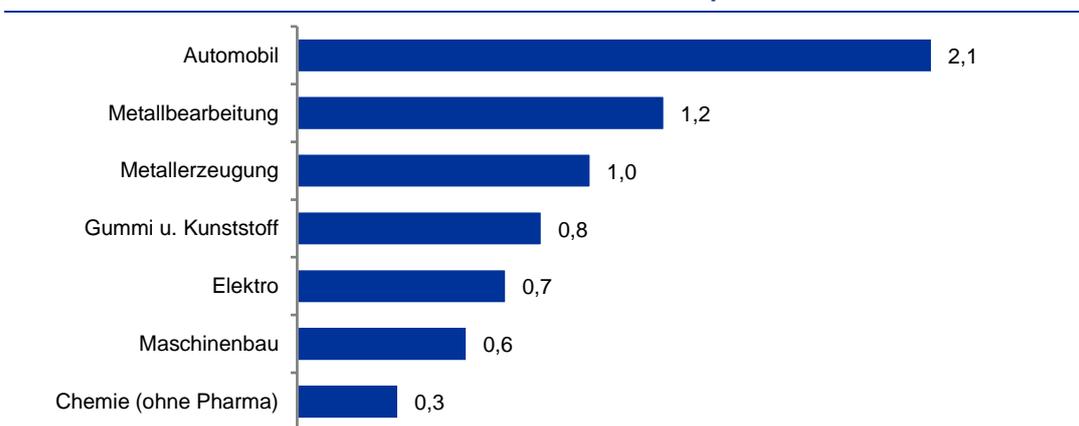


Quelle: Statistisches Bundesamt

Mit dem Abklingen von Lieferengpässen und spezifischen Branchenherausforderungen ist seit Anfang 2023 wieder verstärkt der allgemeine Konjunkturverlauf bestimmender Faktor für die einzelnen Branchen. Dies bestätigt auch die Empirie, da der Umfang der Produktion aktuell ausreichend und allein durch die Konjunkturentwicklung erklärt werden kann. Allerdings belastet die sich eintrübende Konjunktur den Wachstumsausblick des Verarbeitenden Gewerbes und wird eine generelle Belebung verhindern. Eine spürbare synchrone Erholung der Branchen scheint deshalb in den nächsten 12 Monaten eher unwahrscheinlich, auch wenn dieser angesichts der anstehenden strukturellen Transformationen in Deutschland sicherlich wünschenswert wäre.

Der Ausblick konjunktursensibler Branchen wird durch die erwartete Eintrübung eher negativ sein. Hierzu gehört vor allem die Automobilindustrie. Deren Produktion zeigt eine Elastizität zur allgemeinen Entwicklung des Verarbeitenden Gewerbes von deutlich über 1, was sie besonders konjunkturabhängig macht. Die durch nachlassende Lieferengpässe getriebenen positiven Produktionseffekte der letzten Monate werden sich deshalb nicht fortsetzen. Anders bei der Chemieindustrie: Die Chemieindustrie ohne Pharmaindustrie ist deutlich weniger abhängig von der aktuellen Konjunkturentwicklung. Hier sind es vor allem strukturelle Herausforderungen, die die Produktion am Standort Deutschland schon seit Jahren prägen und für einen negativen Trend sorgen. Dieser sollte allerdings im laufenden Jahr durch Aufholeffekte nach dem Einbruch im Jahr 2022 vorübergehend durchbrochen werden. Schätzungen bestätigen, dass die Produktion der Elektroindustrie und des Maschinenbaus weniger von der Konjunkturuntrübung betroffen ist – vor allem im Vergleich zur Automobil- und Metallindustrie. Abb. 2 zeigt also die Entwicklung einzelner Branchen, wenn das Wachstum des Verarbeitenden Gewerbes insgesamt um einen Prozentpunkt zunimmt. Im Fall der Chemieindustrie sind es aufgrund der dominierenden strukturellen Themen nur 0,3 Prozentpunkte, bei der Automobilindustrie hingegen 2 Punkte.

Abb. 2: Wachstumseinfluss des Verarbeitenden Gewerbes von einem Prozentpunkt auf einzelne Branchen, in Prozentpunkten

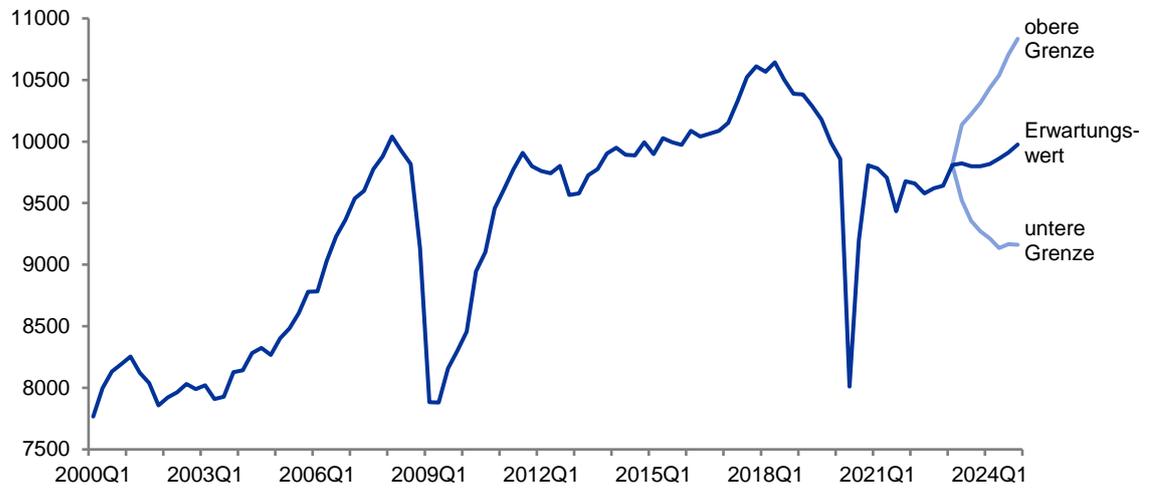


Quelle: IKB-Berechnung

Doch wie stellt sich der Ausblick für das Verarbeitende Gewerbe insgesamt dar? Abb. 3 zeigt die Prognosespanne mit den oben genannten Annahmen zum BIP-Wachstum von 0 % für 2023 und 1 % für 2024. Der Erwartungswert deutet auf eine stagnierende Industrieproduktion hin, die sich erst in der zweiten Hälfte 2024 etwas erholen sollte. Auch kann aufgrund der aktuellen Prognosen zum BIP-Wachstum mit einer hohen Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden, dass das Vor-Corona Produktionsniveau – geschweige denn das Niveau von 2018 – in den nächsten 18 Monate nicht erreicht werden wird (obere Grenze). Zudem besteht zumindest bis Mitte 2024 negatives Korrekturpotenzial (untere Grenze). Die Abwärtsrisiken dominieren also – zumindest in den nächsten 12 Monaten. Auch sind Produktionsrückgänge in der Automobil- und Metallindustrie eher

wahrscheinlich. Bei der Chemieindustrie sollten hingegen Aufholeffekte die negativen Konjunkturreinflüsse überlagern.

Abb. 3: Produktion des Verarbeitenden Gewerbes, 2015 = 1000



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Schätzung

Inflation und Gewinne: Kehrtwende eingeleitet

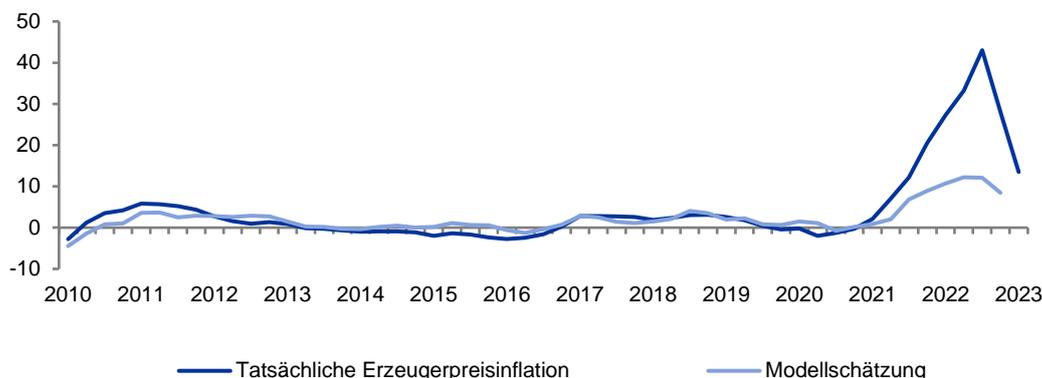
Fazit: Preise sind deutlich stärker angestiegen, als Rohstoffpreise und Lohnkosten erwarten ließen. Dies gilt allerdings nur für das Verarbeitende Gewerbe und nicht für die Wirtschaft insgesamt. Aktuell kommt es bereits zu deutlichen Korrekturen. Die Erzeugerpreise sinken, und zwar stärker, als Kostenrückgänge aufgrund geringerer Import- und Rohstoffpreise signalisieren. Somit ergibt sich aktuell bei den Unternehmen eher eine Gewinnbelastung als -ausweitung; eine Tendenz, die mit der zunehmend schwachen Nachfrage im Umfeld der geldpolitischen Straffung anhalten sollte.

Die Nahrungsmittelinflation im Verbraucherpreisindex ist dagegen weiterhin deutlich stärker ausgeprägt als der Verlauf der entsprechenden Erzeugerpreise. Da diese jedoch bereits nachgeben, ist in den kommenden Monaten auch von einer Korrektur der Verbraucherpreise für Nahrungsmittel auszugehen; dann sollte auch die „gefühlte“ Inflation spürbar nachlassen. Die IKB erwartet zum Jahresbeginn 2024 eine Inflationsrate von deutlich unter 3 %.

EZB-Präsidentin Lagarde betonte in der letzten EZB-Pressekonferenz, dass sich die Gewinnmargen von Unternehmen anpassen müssen, um die Inflation infolge des möglichen Lohndrucks abzumildern. Steigen also die Löhne und damit auch die Lohnstückkosten deutlich, bedarf es Druck auf die Unternehmen, damit diese die Kostensteigerung nur teilweise weitergeben. So lässt sich vermeiden, dass eskalierende Lohnerhöhungen und damit Zweitrundeneffekte zu weiteren Inflationsschüben führen. Natürlich entsteht dadurch Margendruck für die Unternehmen, weil sie die Kosten nicht vollständig weitergeben können. Zudem dürften die Unternehmen versuchen, aufgrund der Belastung ihrer Gewinne effektive Lohnerhöhungen zu verhindern. Entscheidend für diese Entwicklung ist sicherlich eine sich abschwächende Nachfrage, die den Preisbildungsprozess der Unternehmen unter Druck setzt.

Diese Nachfrageabkühlung wird zunehmend durch die aktuelle geldpolitische Straffung erreicht; damit dürfte es den Unternehmen nicht mehr gelingen, den Kostendruck unvermindert weiterzugeben. Diese Entwicklung wäre in der Tat eine Umkehr der Entwicklungen in den Jahren 2021 und 2022. Seinerzeit hatten Angebotsengpässe auf der einen und eine robuste Nachfrage auf der anderen Seite zu Preiserhöhungen geführt, die kräftiger ausfielen als es die Entwicklung von Lohnstückkosten und Importpreisen signalisierte, die auch Rohstoffpreise beinhalten. Dies gilt zumindest für die Erzeugerpreise und damit für Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes. Abb. 1 zeigt die tatsächliche Erzeugerpreis-inflation und die Modellschätzung, wenn der Kostendruck aufgrund steigender Lohnstückkosten und Importpreise eins zu eins weitergegeben würde.

Ob die Diskrepanz zwischen Modellschätzung und tatsächlichem Erzeugerpreisverlauf (Abb. 1) allein durch die Ausweitung von Gewinnmargen erklärt werden kann, ist sicherlich fraglich. Fakt ist jedoch, die Erzeugerpreis-inflation fiel vor allem im Jahr 2022 deutlich höher aus, als der Kostendruck signalisiert. Stiegen Importpreise und Lohnstückkosten um je 1 %, erhöhten sich die Erzeugerpreise um deutlich mehr als 1 %. Das Ausmaß des Unterschieds ist im historischen Vergleich einmalig. Was hat die Erzeugerpreise so ansteigen lassen? Wenn Preise auf Basis von Kosten modelliert werden, liegt die Interpretation einer Margenausweitung nahe. Diese Interpretation wurde durch Angebotsschocks in Verbindung mit der robusten Nachfrage gestützt.

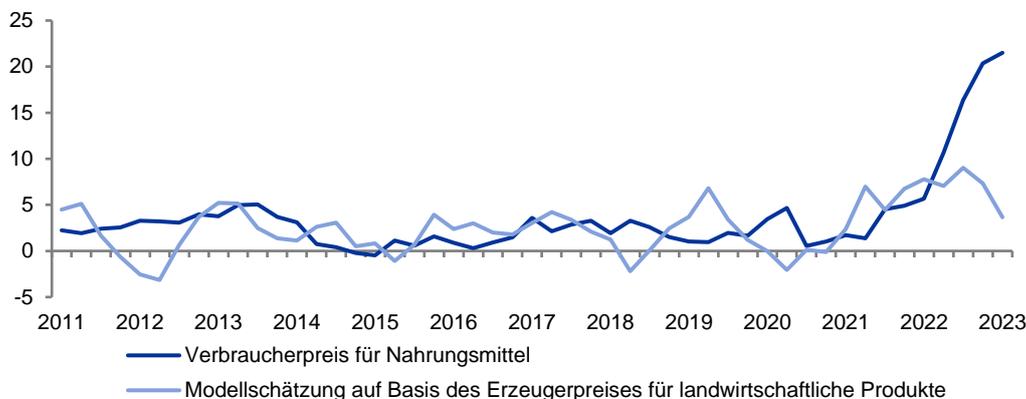
Abb. 1: Deutschland - Erzeugerpreise, Veränderung in % zum Vorjahresquartal


Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Modellschätzung

Erzeugerpreise beinhalten Preise für die im Bergbau, im Verarbeitenden Gewerbe sowie in der Energie- und Wasserwirtschaft in Deutschland erzeugten und im Inland verkauften Produkte. Das sind Branchen, die zuerst von eskalierenden Rohstoff- und Energiepreisen betroffen sind. Die Preise erhöhten sich hier deutlich kräftiger als es die Kosten signalisierten. Für die Volkswirtschaft insgesamt gilt dies jedoch nicht so ausgeprägt. Denn wird anstatt der Erzeugerpreise der BIP-Deflator und damit die Preisentwicklung aller in Deutschland produzierten Güter und Dienstleistungen berücksichtigt, ergibt sich keine nennenswerte Diskrepanz zwischen Kosten und finalem Preis. Deshalb kann nicht pauschal argumentiert werden, die gesamte Volkswirtschaft habe die Inflation durch Margenausweitung über das Maß des Kostendrucks hinaus nach oben getrieben. Auch mag die Motivation der Unternehmen nicht unbedingt eine Margenausweitung gewesen sein, sondern eher eine Margenstabilisierung durch zügige Preisanpassungen angesichts der Rohstoffpreisanstiege. Ebenfalls ist aktuell bereits eine deutliche Konvergenz (Abb. 1) zu erkennen, Modellschätzung und tatsächlicher Verlauf nähern sich also wieder an. So sind die Erzeugerpreise im ersten Quartal nicht nur zurückgegangen, sie korrigieren um einiges schneller als der nachlassende Kostendruck suggerieren würde. Die Margenausweitung weicht also einem Margendruck. Eine Entwicklung, die im Umfeld einer schwachen Nachfrage und steigender Lohnstückkosten anhalten sollte.

Preise für landwirtschaftliche Produkte, die Teil des Erzeugerpreisindex sind, sind im ersten Quartal 2023 im Vergleich zum Vorquartal gesunken, was angesichts der globalen Nahrungsmittelpreise und des Devisenkurses nicht überrascht. Überraschend ist vielmehr, dass die Nahrungsmittelpreise im Verbraucherpreisindex, also die Lebensmittelpreise, die der Konsument an der Kasse bezahlt, deutlich stärker gestiegen sind, als es die Erzeugerpreise signalisiert haben. Am aktuellen Rand legen die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel sogar weiter zu, obwohl die Erzeugerpreise bereits nachlassen. Abb. 2 zeigt die tatsächliche Verbraucherpreisinflations für Nahrungsmittel und die Modellschätzung auf Basis der Erzeugerpreise für landwirtschaftliche Produkte im Vorjahresvergleich. Hier ist noch keine Konvergenz zu erkennen, sodass von einer robusten, wenn nicht sogar anhaltenden Margenausweitung auszugehen ist. Allerdings ist auf Grundlage der Erzeugerpreise und eines realen Einkommensverlustes der Konsumenten von absoluten Rückgängen der Verbraucherpreise für Lebensmittel auszugehen, was den Inflationsdruck reduzieren sollte. Ob sich die Margenausweitung korrigiert, wird allerdings von den globalen Nahrungsmittelpreisen bzw. der Entwicklung der Erzeugerpreise abhängen. Sinken diese weiter deutlich, mag sich die Normalisierung der Margen im Lebensmitteleinzelhandel bzw. in der Nahrungsmittelindustrie durchaus hinziehen.

Abb. 2: Deutschland - Verbraucherpreise Nahrungsmittel, Veränderung in %zum Vorjahresquartal



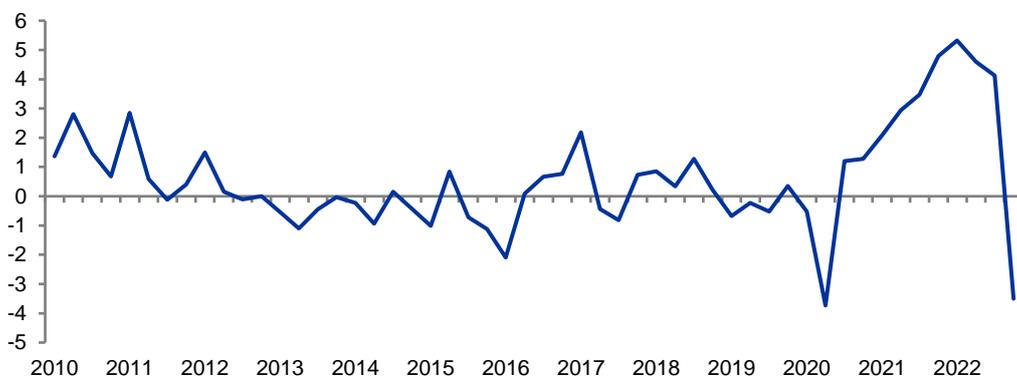
Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Modellschätzung

Doch grundsätzlich gilt: Die starken Preissteigerungen sind Vergangenheit. Denn die geldpolitische Straffung wird die Nachfrage dämpfen. Zusammen mit stärkerem Kostendruck infolge kräftiger Lohnforderungen ergibt sich ein zunehmender Margendruck, da Unternehmen die Kosten weniger deutlich weitergeben können. Die entstandene Diskrepanz in Abb. 1 engt sich seit dem vierten Quartal 2022 bereits wieder deutlich ein. Nachlassende Importpreis- und damit auch Rohstoffpreise sollten für weitere Entlastung beim Inflationsdruck sorgen und damit auch bei der Margenentwicklung.

Importpreise sorgen für Deflationsdruck

Die Euro-Aufwertung und stabile bzw. sinkende Rohstoffpreise im Umfeld der globalen Konjunkturertrübung verlangsamten nicht nur die Importpreisinflation, sondern führen auch zu absoluten Preisrückgängen. Dies ist aktuell bereits erkennbar. So ist die vierteljährliche Veränderung der deutschen Importpreise nach deutlichen Anstiegen in den Vorquartalen im vierten Quartal 2022 negativ. Eine Entwicklung, die sich im ersten Quartal fortgesetzt haben dürfte. Die Profitmargen der Unternehmen werden also zum einen durch steigenden Lohndruck belastet, gleichzeitig werden sie aber durch absolute Rückgänge der Importpreise entlastet.

Abb. 3: Deutschland - Importpreise, Veränderung in % zum Vorjahresmonat



Quelle: Statistisches Bundesamt

So ergibt sich ein differenziertes Bild in unterschiedlichen Branchen, und eine allgemeine Aussage über die Margenentwicklung in der gesamten Volkswirtschaft wäre pauschalisierend. Dienstleistungen, deren Kosten hauptsächlich durch Arbeitslöhne bestimmt werden,

sollten von sinkenden Importpreisen weniger stark profitieren als rohstoffnahe Branchen wie Metall-, Chemie, Papier oder Glasindustrie. Auch ist im Umfeld der globalen Konjunkturertrübung in den kommenden Monaten von weiteren deflationären Impulsen durch Importpreise auszugehen. Dies gilt vor allem dann, wenn der Euro-Devisenkurs infolge einer frühen Fed-Zinssenkung weiteren Auftrieb erlangen sollte. Grundsätzlich sollten nachlassende Importpreise im Inflationenkampf helfen und dem lokalen Lohnkostendruck entgegenwirken. Für Unternehmen mit hoher Exportquote bedeutet allerdings der aufwertende Euro einen Wettbewerbsnachteil, der sich wiederum in stärkerem Margendruck niederschlagen könnte.

Einschätzung und Ausblick

Inflation und ihre Reduzierung verursachen Verteilungskämpfe: Der Inflationsrückgang wird sich auf Löhne bzw. reales Einkommen und Profite auswirken und damit auf Arbeitgeber wie Arbeitnehmer. Eine Verschiebung der Anpassung auf das Ausland in Form einer Euro-Aufwertung oder sinkender Rohstoffpreise mag die Kosten des lokalen Anpassungsprozesses mildern. Denn Preise für landwirtschaftliche Produkte, Industrierohstoffe und fossile Energieträger haben inzwischen deutlich korrigiert. Dies wird zu weiteren Rückgängen der Importpreise führen und so den Margendruck im Verarbeitenden Gewerbe dämpfen. Hinzu kommt eine, wenn auch moderate, konjunkturelle Erholung im Jahr 2024, die etwas Raum für Produktivitätswachstum schaffen sollte, was die Lohnstückkostenentwicklung dämpfen wird. Das Dienstleistungsgewerbe wird von dieser Entwicklung weniger profitieren.

Die Inflation hat Gewinner und Verlierer hervorgebracht. Unternehmen, die Preissetzungsmacht haben, konnten ihre Gewinnmargen ausweiten bzw. behaupten. Bei anderen, die von eskalierenden Inputkosten belastet wurden, gerieten die Margen unter Druck. Nun kommen die Auswirkungen einer straffen Geldpolitik und damit eines allgemeinen Nachfragerückgangs hinzu. Da die Geldpolitik restriktiv ausgestaltet ist und die deutliche Abkühlung der Geldmengenausweitung die Folgen der Zinsanhebungen bereits spiegelt, ist allgemein mit einer deutlichen Abkühlung der Nachfrage zu rechnen. Dies wird die Margen grundsätzlich unter Druck setzen. Schließlich ist das von EZB-Präsidentin Lagarde formulierte Ziel, Teile des Lohnkostendrucks auf die Margen zu überwälzen, bzw. die Margen trotz historisch hoher Inflation geringer ausfallen zu lassen. Mit sinkender Inflation und schwächerem Wachstum wird sich das Wachstumspotenzial von Umsätzen und Gewinnen am Standort Deutschland eintrüben, zumindest im laufenden und im nächsten Jahr.

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

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

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

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr²⁾

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

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen in %³⁾

	25. Mai	Mitte 2023	Ende 2023
3M-Euribor	3,46	3,8	3,8
3M-USD-Libor	5,40	5,3	5,1
10-Jahre Bund	2,48	2,4	2,2
10-Jahre U.S. Treasury	3,74	3,6	3,2

Tabelle 4: Währungen, 1 Euro = ...⁴⁾

	25. Mai.	Ende 2023	Ende 2024
EUR/USD	1,07	1,15	1,27
EUR/GBP	0,87	0,91	0,94
EUR/JPY	150	143	145
EUR/CHF	0,97	1,03	1,10
EUR/HUF	373	395	422
EUR/CZK	23,6	24,0	25,5
EUR/TRY	21,5	23,7	25,0
EUR/PLN	4,50	4,76	4,85
EUR/RUB	86,1	88,0	90,0
EUR/MXN	19,1	20,5	21,0
EUR/ZAR	20,7	19,2	19,7
EUR/CNY	7,59	7,40	7,60
EUR/CAD	1,46	1,40	1,45
EUR/AUD	1,64	1,55	1,63

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

Mai 2023	
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