

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: Aktuelle Verunsicherung belastet, es gilt, Perspektive zu bewahren 2

Unternehmen und Konsumenten sind weiterhin verunsichert • Hohe Inflation belastet Konsumklima und stellt Unternehmen zunehmend vor Herausforderungen • Wichtige Investitionen werden zurückgehalten • Aber 2023 sollte nachlassende Inflation für Entspannung sorgen

Geldpolitik: Euro-Aufwertung lindert Anpassungskosten hin zu niedrigerer Inflation, benötigt aber klare Signale einer geldpolitischen Straffung 4

Euro-Aufwertung würde zu niedrigen Importpreisen führen • Starker Euro könnte Inflation dämpfen • Aufwertung erfordert aber restriktivere Geldpolitik • EZB-Zinssenkungspolitik muss also überzeugen und sollte proaktiv sein

Ausblick Bundrenditen: Noch ist Dampf im Kessel 6

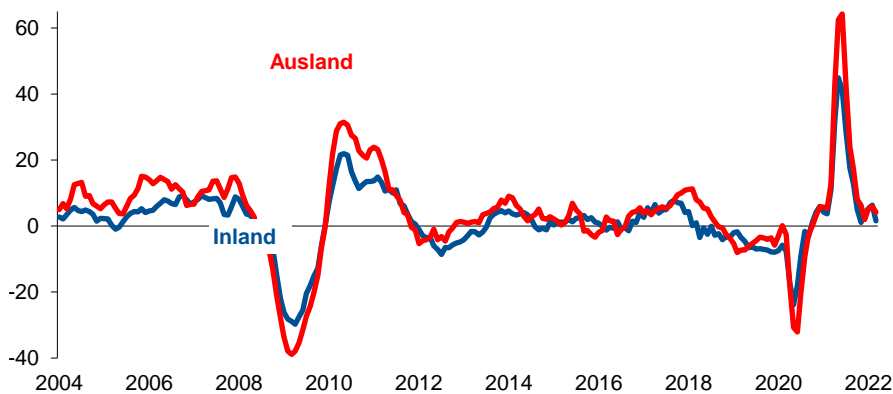
Fed schafft durch klares Handeln Fakten • Damit könnten angesichts sich eintrübender US-Konjunktur und perspektivisch sinkender Rohstoffpreise US-Renditen in der Tendenz sinken • Für Bundrenditen ist Ausblick weniger klar • Zögernde EZB könnte dagegen Inflationserwartungen befeuern und für höhere Bundrenditen sorgen

Ausblick Inflation: Es kommt auf die Fiskalpolitik an 9

Zögerliche EZB wird Inflationsdruck nur wenig mindern • Fiskalpolitik bleibt trotz steigender Zinsen expansiv ausgerichtet • Risiko von Zweit-rundeneffekten nimmt mit steigenden Staatsausgaben zu • Expansive Fiskalpolitik schwächt Effektivität der Geldpolitik

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



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

BIP-Wachstum

Deutschland	2,1
Euro-Zone	2,9
UK	3,9
USA	2,5
Japan	1,6
China	5,0

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

Deutschland: Aktuelle Verunsicherung belastet, es gilt, Perspektive zu bewahren

Aktuelle Stimmung belastet Investitionsbereitschaft, aber...

Ohne Zweifel ist die Stimmung in der deutschen Wirtschaft ein wichtiger Treiber oder eine bedeutende Voraussetzung für steigende Investitionen. Das ifo Geschäftsklima im Mai gibt wenig Hoffnung, dass im laufenden Jahr private Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland spürbar ausgeweitet werden. Zwar hat sich die Stimmung der Unternehmen im Mai erneut verbessert, der Index stieg um 1,1 auf 93,0 Zähler. Aber die für Investitionen wichtige Erwartungskomponente blieb nahezu unverändert und damit auf einem niedrigen Niveau. Die Unternehmen sind weiterhin verunsichert und blicken skeptisch in die Zukunft; mit Investitionen dürften sie also zurückhaltend umgehen. Die aktuelle Lage wird hingegen erneut besser beurteilt. Aber die starke Diskrepanz zwischen der Beurteilung der aktuellen Lage und den Geschäftserwartungen signalisiert das geringe Vertrauen der Unternehmen in die Stabilität ihrer derzeitigen Situation. Sie bleiben pessimistisch. Die starke Spreizung zwischen der Lageeinschätzung und den Geschäftserwartungen unterstreicht, dass die Konjunktur derzeit noch nicht unter Wasser ist. Sie zeigt aber auch, wie groß die Gefahren und Herausforderungen sind, denen sich die Unternehmen perspektivisch gegenübersehen.

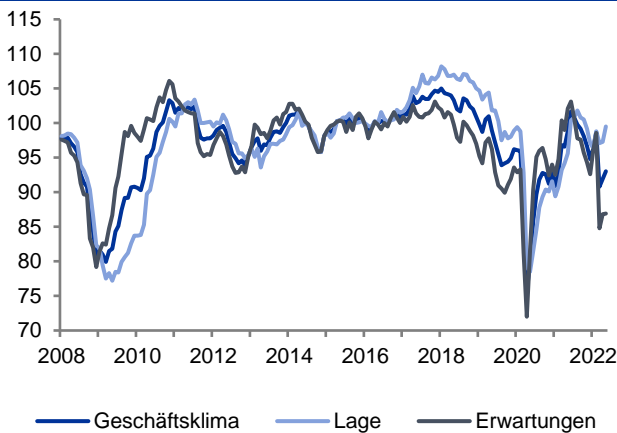
Die Auswirkungen der Corona-Pandemie und des Ukraine-Krieges verunsichern nun schon länger die deutsche Wirtschaft. Nicht überraschend zeigen deutsche Ausrüstungsinvestitionen bereits seit einiger Zeit eine schwache Dynamik. Hinzu kommen nun Margendruck und eine geldpolitische Straffung bzw. konjunkturelle Abkühlung. Das Investitionsverhalten sollte deshalb im laufenden Jahr eher verhalten bleiben, was das Potenzialwachstum und die Kapazitätsausweitungen bremst. Auch wird erst einmal die notwendige Erneuerung des Kapitalstocks in Anbetracht der Klimaziele erschwert.

... Perspektive bewahren: Sinkende Inflation und steigende Investitionen im kommenden Jahr?

Der Inflationsdruck bleibt hoch. Selbst eine deutsche Inflationsrate von über 8 % ist in den kommenden Monaten nicht mehr auszuschließen. Dieser Inflationsdruck belastet vor allem die Stimmung der Verbraucher, stellt aber auch Unternehmen vor Herausforderungen. Zwar konnten die Unternehmen bisher den Preisdruck relativ schnell weitergeben. Anhaltend hohe Rohstoffpreise in Kombination mit einer sich eintrübenden Konjunktur führen jedoch zunehmend zu Margendruck.

Der erwartete Rückgang der Inflationsrate wird die Akteure in der Wirtschaft unterschiedlich belasten. Konsumenten werden aktuell mit einem spürbaren Rückgang ihrer Kaufkraft konfrontiert. Noch ist der Lohndruck in der deutschen Wirtschaft überschaubar. Doch sollte dieser spürbar zunehmen, wird der Margendruck für Unternehmen noch weiter zulegen und den Investitionsausblick am Standort Deutschland belasten. Produktivitätssteigerungen könnten hingegen Margen stärken und die Kaufkraft schützen. Allerdings zeigt die deutsche Wirtschaft nun schon seit Jahren eine eher träge Dynamik, was das Produktivitätswachstum betrifft.

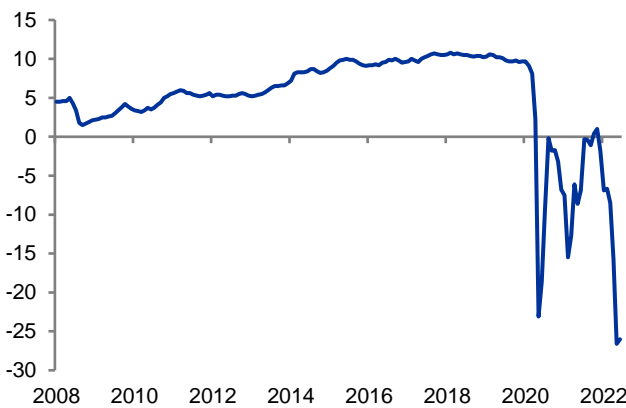
Deutschland: ifo Geschäftsklima, 2015 = 100Index



Quelle: FERI (ifo)



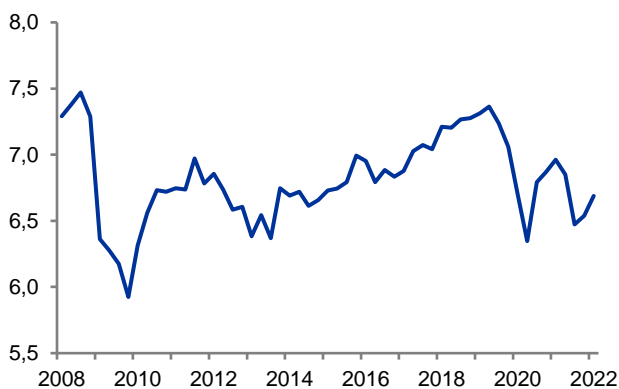
Deutschland: GfK-Konsumklima, Index in Punkten



Quelle: Bloomberg



Deutschland: Ausrüstungsinvestitionen in % zum BIP



Quelle: FERI (Statistisches Bundesamt)



Wichtige und wünschenswerte Anpassungen würden sich durch Rohstoffpreiserückgänge und eine Euro-Aufwertung ergeben. Sinkende Importpreise würden die inländische Inflation dämpfen. Und die Kosten des Anpassungsprozesses hin zu einer niedrigeren Inflation würden die übrige Welt tragen.

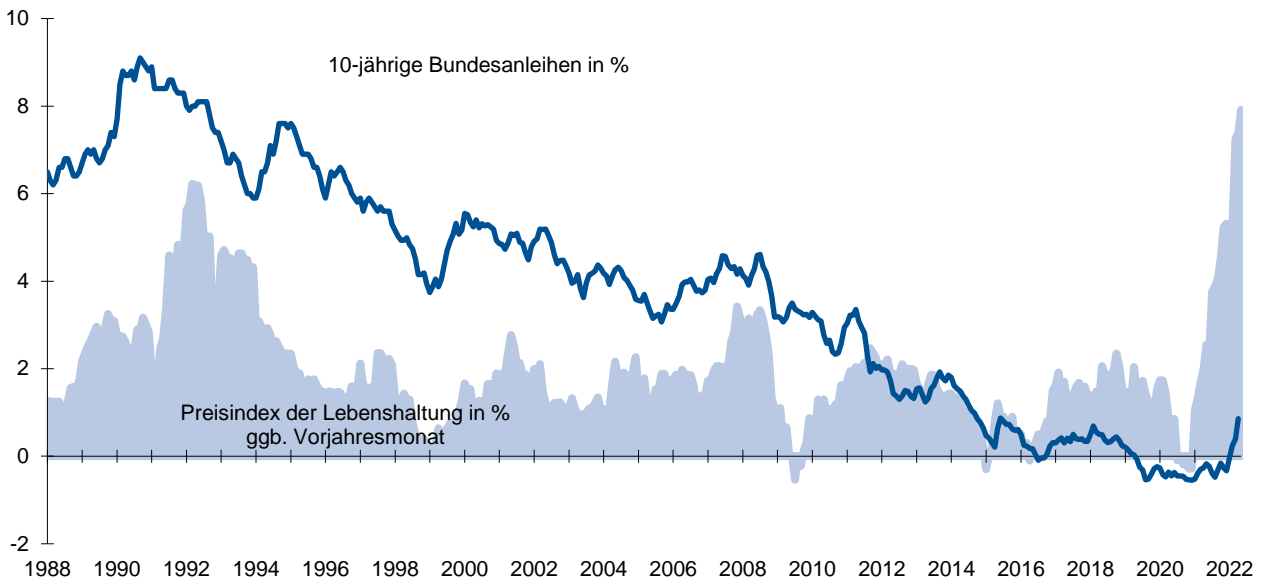
Auch wenn die Null-Covid-Strategie in China ein Risiko für Lieferketten darstellt, scheinen sich dennoch die viel diskutierten Engpässe zum Beispiel von Halbleitern für die Automobilindustrie zu entspannen; dies war erwartet worden. Die Nachfrage der Wirtschaft wird von steigenden Zinsen und sinkendem realen Einkommen belastet, während die globale Angebotsseite zunehmend Kapazitäten ausweitet. Auch sollten vor allem industrienahe Rohstoffpreise infolge der konjunkturellen Abkühlung nachlassen. Insgesamt stärkt dies den Ausblick für eine sinkende Inflationsrate – zumindest im kommenden Jahr.

Ausblick 2022 und 2023

Eskalierende Rohstoffpreise, steigende Zinsen sowie Margendruck belasten aktuell die Stimmung der Unternehmen und damit ihre Investitionsbereitschaft. Dies wird durch Unsicherheit infolge des Ukrainekriegs noch verstärkt. Dennoch sollte sich im kommenden Jahr der Ausblick für Unternehmen entspannen, vor allem wenn sich die Sorge vor einem eskalierenden Lohndruck nicht bewahrheiten sollte.

Die IKB erwartet in Deutschland ein BIP-Wachstum von um die 2 % im Jahr 2022 und rd. 2,5 % im Jahr 2023. Auch wenn sich diese Wachstumsraten nicht stark unterscheiden, so spiegeln sie dennoch einen grundsätzlich anderen Konjunkturverlauf. Denn die IKB erwartet eine spürbare Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen im Jahr 2023. Die Klimapolitik führt zudem zu einem drastischen Anstieg des Abschreibungsbedarfs in der deutschen Wirtschaft, was die Investitions- sowie Kreditnachfrage der Unternehmen zusätzlich antreiben sollte.

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Geldpolitik: Euro-Aufwertung lindert Anpassungskosten hin zu niedrigerer Inflation, ...

EUR/USD-Wechselkurs, 1 EUR = ... USD



Quelle: Bloomberg



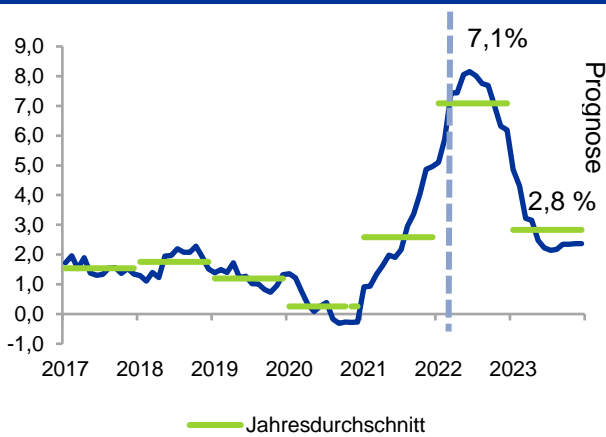
Der anhaltende Inflationsdruck sorgt für einen spürbaren realen Einkommensverlust, was das Konsumentenvertrauen und damit die Binnen­nachfrage belastet. Die Abkühlung der Nachfrage drückt wiederum die Gewinnmargen der Unternehmen, da diese den Kostendruck infolge hoher Rohstoffpreise und steigender Löhne immer weniger weitergeben können. Beides mag aus Notenbanksicht notwendig sein, um den anhaltend hohen Preisdruck zu dämpfen und Zweit­runden­effekte aufgrund einer Lohn-Preis-Spirale entgegenzuwirken. Doch während die Fed die Abkühlung der Konjunktur durch zügige Zinsanhebungen verstärkt, bleibt die EZB eher zurückhaltend.

Die Erwartung einer durch den Krieg in der Ukraine verstärkten Abschwächung der Wirtschaft lässt die Notenbank zögern. Da sich die weltweite Konjunktur eintrübt, ist aber auch von einer Korrektur auf den Rohstoffmärkten auszugehen. So erwartet die IKB weiterhin einen spürbaren Rückgang der Inflationsrate im Jahr 2023. Allerdings wird dieser nicht nur durch Basiseffekte und sinkende Rohstoffpreise sichergestellt, sondern eben auch durch Margendruck bei den Unternehmen und daraus folgenden geringeren Lohnsteigerungen. Eine Euro-Aufwertung könnte diesen Margendruck reduzieren – vor allem für rohstoffnahe Branchen, da Importpreise bei einem stärkeren Euro sinken. Branchen mit einer hohen Wertschöpfung und einem primären Fokus auf Exporte würden von einer Aufwertung hingegen weniger profitieren. Grundsätzlich würde ein stärkerer Euro jedoch die Kosten der Inflationsanpassung dämpfen. Dies gilt insbesondere für offene Volkswirtschaften wie die der Euro-Zone. Deshalb müssen beide – Euro-Aufwertung und Zinsanhebungen – als geldpolitische Straffungsmaßnahmen gesehen werden. Bei einer Aufwertung würden die Kosten der daraus folgenden Inflationsanpassung vorrangig von den Ländern getragen werden, die Güter und Rohstoffe in die Euro-Zone liefern. Denn sie würden weniger Euro für ihre Ware bekommen. Für den europäischen Konsumenten wäre dieser Anpassungsprozess sicherlich der am wenigsten schmerzhafteste, vor allem, wenn internationale preisliche Wettbewerbsverluste nicht sofort zum Stellenabbau führen.

Für Branchen mit hoher Wertschöpfung wird das Produktivitätswachstum besonders wichtig sein, um Gewinnmargen zu halten.

... benötigt aber klare Signale einer geldpolitischen Straffung

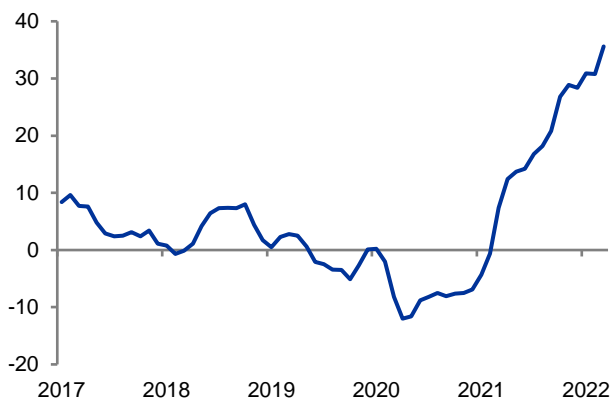
Euro-Zone: Inflationsrate in %



Quellen: Eurostat; IKB-Prognose



Euro-Zone: Importpreise, Veränderung in % zum Vorjahr



Quelle: Bloomberg



10-jährige US-Renditen in %



Quelle: Bloomberg



Dies gilt bei steigendem Lohndruck ebenso wie bei einer Euro-Aufwertung. Ist jedoch die gesamte Konjunkturentwicklung eher schwach, ergibt sich nur wenig Raum für spürbare Steigerungen in der Produktivität – es sei denn, Investitionen bzw. Kapazitäten werden insgesamt zurückgefahren, was weder der Inflationsentwicklung noch den Umbau der deutschen Volkswirtschaft und damit den Klimazielen helfen würde. Die Frage ist jedoch, was wirkt weniger negativ auf Investitionen – eine Aufwertung des Euro oder steigende Zinsen? Im Kontext der aktuellen Inflationsbekämpfung scheint der Devisenkurs das bessere Mittel zu sein. Schließlich wird eine Aufwertung direkt zu sinkenden Importpreisen führen, was die Binnennachfrage eher stärkt als höhere Zinsen, die die Nachfrage schwächen und einen indirekten Einfluss auf den Preisbildungsprozess haben.

Da es sich um eine geldpolitische Straffung handelt, führt eine Euro-Aufwertung zu einer Stimmungseintrübung in der Wirtschaft. Aktuell sind es jedoch die Rohstoffpreise und der zunehmende Margendruck sowie die Sorge vor spürbaren Zinsanhebungen, die die Stimmung belasten. Ein stärkerer Euro mag unter diesen Umständen sogar als wünschenswert gesehen werden – zumindest im Vergleich zu spürbaren Zinsanhebungen. Aus geldpolitischer Sicht wäre eine Aufwertung wünschenswert, weil sie die Notwendigkeit von drastischen Zinserhöhungen abschwächen würde und den Druck auf die Realeinkommen spürbar senken könnte. Allerdings wertet eine Währung oftmals nur in Verbindung mit einer strafferen Geldpolitik auf, sodass niedrige Zinsen und eine stärkere Währung nicht unbedingt vereinbar sind. So müssten die Zinserwartungen an die EZB nach oben und die an die Fed nach unten tendieren, um eine gewisse Bewegung auf dem Devisenmarkt einzuleiten. Eine schnelle Abkühlung der US-Wirtschaft und eine damit deutliche Korrektur der Fed-Zinserwartungen wären also notwendig, vor allem wenn die EZB sich weiterhin bedeckt hält. Wünschenswert wäre deshalb ein stärkeres Handeln der EZB im Vergleich zu dem, was aktuell erwartet wird. Schließlich wären auch bei einem proaktiveren Handeln der EZB die Zinsen immer noch auf einem niedrigen Niveau; der Einfluss auf den Devisenkurs und damit den Inflationsprozess könnte hingegen aufgrund der aktuellen Erwartungen nennenswert sein.

Ausblick Bundrenditen: Noch ist Dampf im Kessel

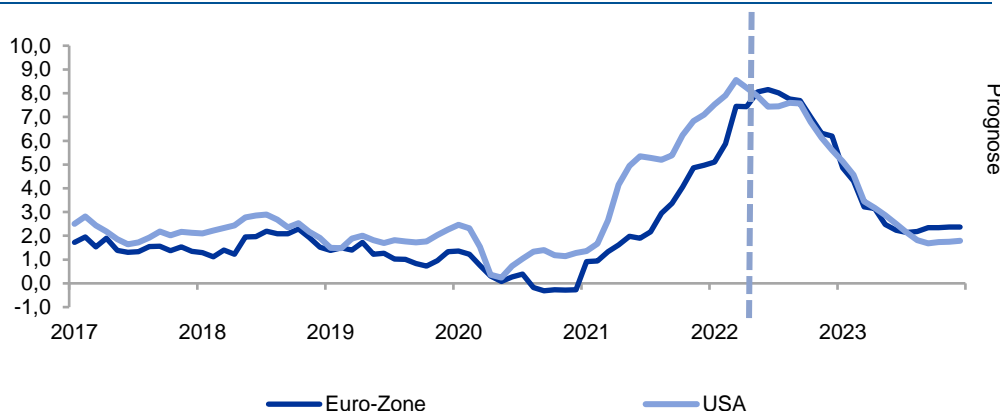
Fazit: Die Fed hat durch ihr klares Handeln und eindeutige Kommunikation Fakten geschaffen. Angesichts einer sich eintrübenden US-Konjunktur sowie perspektivisch sinkender Rohstoffpreise ist der Ausblick für US-Renditen deshalb relativ eindeutig: Sie werden bis Ende 2022 weiter sinken, nicht zuletzt, weil die erwarteten Fed-Zinsanhebungen 2022 zunehmend als übertrieben gesehen werden.

Weniger klar ist die Situation in der Euro-Zone. Das zögerliche Verhalten der EZB lässt Zweifel aufkommen, ob die Inflationsdynamik ausreichend nachlassen wird. Die IKB rechnet zwar auch für die Euro-Zone mit einer konjunkturellen Eintrübung – ob diese jedoch ohne eine begleitende spürbare geldpolitische Straffung ausreichen wird, um den Inflationsdruck zu dämpfen, bleibt abzuwarten. Das Prognoserisiko für Bundrenditen bleibt hoch.

Die US-Wirtschaft scheint sich abzukühlen; und die Inflationsrate hat ihren Höhepunkt bereits im März überschritten. Dennoch dämpft die Fed den unterliegenden Inflationsdruck weiterhin durch Zinsanhebungen. Dadurch sollten auch die US-Renditen bald ihren Peak erreichen bzw. bereits erreicht haben. Bis Jahresende dürften die Renditen wieder spürbar unter den aktuellen Niveaus liegen.

Doch was ist für die Bundrenditen zu erwarten? Sie werden sicherlich infolge einer abnehmenden Inflation sowie sinkender US-Renditen ebenfalls unter Druck geraten, während Erwartungen über EZB-Zinsanhebungen vor allem im Jahr 2023 für Auftrieb sorgen könnten. Kurzfristig ist auch von keinem spürbaren Rückgang der Inflationsrate in der Euro-Zone auszugehen. Dieser ist erst Ende 2022/Anfang 2023 zu erwarten. Doch auch wenn die expansive Fiskalpolitik in der Euro-Zone die Effektivität der EZB-Geldpolitik schwächen könnte, sollte die Inflationsdynamik infolge nachlassender Rohstoffpreisanstiege bzw. des erwarteten Rohstoffpreistrückgangs und einer sich eintrübenden Konjunktur nachlassen. Allerdings bleibt dies eine Annahme, vor allem weil die EZB bis dato durch ihre zögerliche Geldpolitik nicht für eine konjunkturelle Abkühlung sorgt. Ob deshalb die erwarteten Zinsanhebungen der EZB ausreichen, mögliche Zweitrundeneffekte infolge des Inflationsanstiegs zu neutralisieren, bleibt abzuwarten. So ist im Vergleich zur US-Geldpolitik auch weniger klar, wie die europäische Geldpolitik im Jahr 2023 agieren wird bzw. wie weit Leit- und Einlagenzins ansteigen werden. Grundsätzlich scheint aktuell das Risikopendel mehr in Richtung einer Konjunkturabschwächung oder -rezession auszuschlagen als in die Inflationsrichtung, was den aktuellen Rückgang in den Renditen erklärt.

Abb. 1: Monatliche Inflationsraten in %



Quellen Bloomberg; Eurostat; IKB-Prognosen

Was heißt dies nun konkret für die Zinsentwicklung in der Euro-Zone? Die IKB analysiert seit Jahren US-Renditen und Bundrenditen mit Hilfe von empirischen Fundamentalmustern. Treiber der US-Renditen sind die Fed-Politik und die Inflation, während Bundrenditen von US-Renditen, Inflation und EZB-Politik bestimmt werden. Finanz- wie Zinsmärkte werden zudem stark vom Herdenverhalten beeinflusst bzw. sie sind durch Übertreibungen gekennzeichnet. Deshalb wird in der folgenden Analyse zwischen anhaltenden, langfristigen Inflations Sorgen (Szenario 2) auf der einen Seite und einer Stimmung wie zur Vor-Corona-Zeit (Szenario 1) auf der anderen Seite unterschieden. Im Szenario 1 bestätigen sich die aktuell aufkommenden Sorgen vor einer Übertreibung der Fed-Geldpolitik. Denn die sich eintrübende Konjunktur wird die Rohstoffpreise belasten

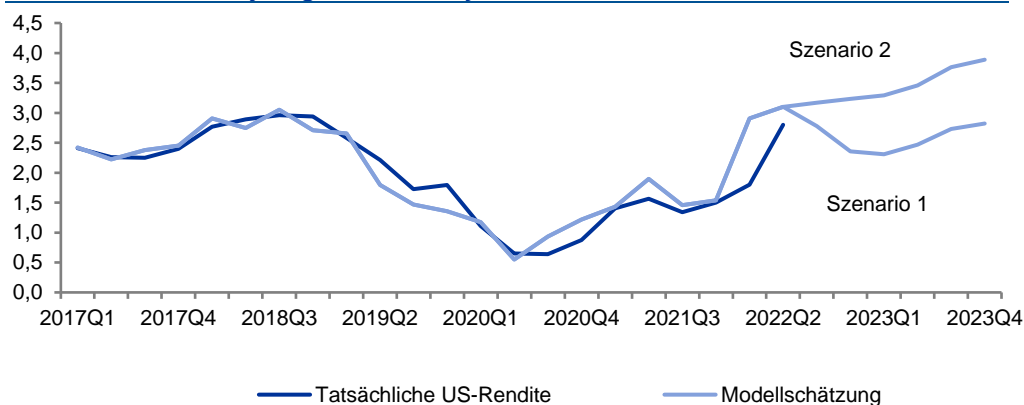
und die Inflationsrate spürbar abschwächen. In diesem Szenario wird auch die EZB im Jahr 2023 erst einmal keine spürbaren weiteren Zinsanhebungen vornehmen, während bei der Fed Zinssenkungen Ende 2023 nicht auszuschließen sind. Jüngste Konjunkturdaten sowie Inflationsentwicklungen stützen aktuell dieses Szenario 1. Allerdings bleiben vor allem im Euro-Raum die Sorgen über Zweitrundeneffekte bestehen. In den USA ist dies weniger der Fall. Schließlich bremst die Fed bereits die Wirtschaft.

US-Renditen: Überraschungspotenzial nach unten

Auch wenn die Inflationsrate vor allem im Jahr 2023 sinken wird, bleibt im Szenario 2 die Sorge, dass sich in den USA eine grundsätzlich höhere Inflation entwickeln wird und die Fed zunehmend darauf eingehen muss. In Szenario 1 verringern sich hingegen mit sinkender Inflation und sich eintrübender Konjunktur selbst die mittelfristigen Inflationsorgen. Für beide Szenarien werden allerdings die gleichen Inflationsannahmen unterstellt: Die IKB erwartet einen Rückgang der US-Inflationsrate in jedem verbleibenden Monat des laufenden Jahres. Die monatliche Inflationsrate sinkt demnach von 8,2 % im April 2022 auf unter 5 % zum Jahresende und auf rund 2 % bis Mitte 2023. Grundlage sind – wie bereits betont – die unterliegende konjunkturelle Abkühlung, zurückgehende Rohstoffpreise sowie Basiseffekte. Vor allem die Rohstoffpreise könnten für Überraschung sorgen, und zwar nach unten gerichtet. In Szenario 2 hebt die Fed die Zinsen bis Anfang 2023 auf 2,75 % an und hält dieses Niveau im nächsten Jahr. In Szenario 1 lassen die Inflationsorgen spürbar nach und die Fed senkt ihre Fed Funds Rate bereits Ende 2023 auf 2,5 %. Aufgrund sinkender Renditen ergibt sich in diesem Szenario eine inverse Zinskurve.

Abb. 2 zeigt die Szenarien und insbesondere den Einfluss einer möglichen Übertreibung der Fed und die damit verbundene Stimmungsänderung an den Anleihemärkten. Denn bei gleicher Inflationsentwicklung ergibt sich ein Unterschied bei den US-Renditen von rund 100 bp – und dies, obwohl die Fed in beiden Szenarien die Zinsen auf 2,75 % anheben wird. Folglich ist ein **Rückgang der Inflationsrate 2022/23 allein nicht ausreichend, um die US-Renditen spürbar zu senken. Wichtig ist die Wahrnehmung, dass das Inflations-thema abgearbeitet ist und die Fed schon wieder in die andere Richtung tendiert bzw. dass ihre geldpolitische Straffung im Jahr 2022 eine gewisse Übertreibung darstellt.** Deshalb braucht es für Szenario 1 positive Inflationsüberraschungen bzw. eintrübende Konjunkturindikatoren. Davon ist allerdings angesichts der aktuellen wie erwarteten Rohstoffpreisentwicklungen ebenso auszugehen, wie aufgrund der durch die Fed induzierten Abkühlung der US-Wirtschaft. Was heißt dies nun für Bundrenditen?

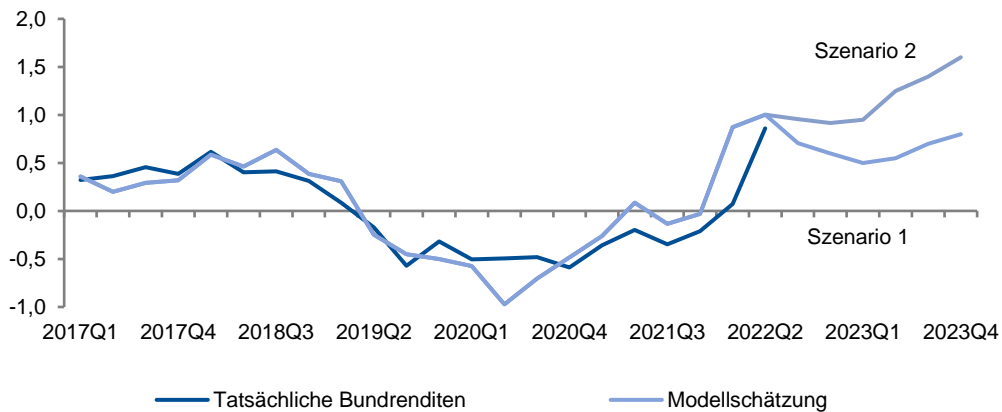
Abb. 2: 10-jährige US-Treasury-Rendite in %, Quartalsdurchschnitt



Quellen: Bloomberg; IKB-Szenarien

Für beide Szenarien gilt die Annahme, dass die EZB den Einlagenzins im Jahr 2022 drei Mal um je 25 bp anhebt. In Szenario 2 steigt der Einlagenzins bis Ende 2023 auf 1,5 % an. In Szenario 1, in dem sich das Risiko von Zweitrundeneffekten nicht bewahrheitet, steigt er bis Ende 2023 nur auf 0,75 %. Die Inflationsrate bleibt wie bei den US-Szenarien in beiden Fällen unverändert. Die IKB erwartet einen Jahresendwert von 5,1 % und einen Wert Mitte 2023 von 2,0 %. Gründe sind vor allem die konjunkturelle Abkühlung, Basiseffekte und sinkende Rohstoffpreise. Die Fiskalpolitik bleibt hingegen ein Risikofaktor. Unter der Berücksichtigung der erwarteten US-Renditen ergeben sich die in Abb. 3 dargestellten Szenarien für Bundrenditen.

Abb. 3: 10-jährige Bundrenditen in %, Quartalsdurchschnitt



Quellen: Bloomberg; IKB-Szenarien

Bestätigen sich die unterliegenden Zweitrundeneffekte und die EZB hebt die Zinsen bis Ende 2023 immer noch relativ graduell auf 1,5 % an, ergibt sich dennoch spürbarer Aufwärtsdruck für Bundrenditen. Dies könnte durch eine höhere Inflationsannahme für das Jahr 2023 noch verstärkt werden. Selbst Bundrenditen von 2 % sind dann nicht mehr auszuschließen. Die Zinskurve würde dennoch relativ flach verlaufen, das heißt: Noch immer erwartet der Markt, dass sich der Inflationsdruck auch ohne ambitionierte EZB-Straffung legen wird. Nimmt aber die Sorge zu, dass eine geldpolitische Straffung der EZB notwendig sein wird, um den Inflationsdruck in den Griff zu bekommen, dann ist mit weiteren nennenswerten Anstiegen der Bundrenditen über das in Szenario 2 erwartete Niveau hinaus zu rechnen. Dies gilt vor allem dann, wenn die EZB spürbare Zins-schritte umsetzt, um die Wirtschaft abzukühlen.

Einschätzung

Bei Bund- und US-Renditen sind gegenläufige Entwicklungen wahrscheinlich: **Für die USA wird erwartet, die Fed könne ihre aktive Geldpolitik übertreiben, was Raum für niedrigere Renditen gibt. In der Euro-Zone steigt hingegen angesichts des eher passiven Verhaltens der EZB die Sorge, eine spürbar aggressivere Geldpolitik sei notwendig, was viel Fantasie für höhere Renditen schafft.** Kommt zunehmend die Befürchtung auf, die Fed-Zinsanhebungen seien von längerer Dauer und erhöht die EZB die Zinsen im Jahr 2023 spürbar, dann ist der jüngste Rückgang der US- und vor allem Bundrenditen kein Anlass für Entspannung. **Die IKB erwartet allerdings, dass sich die US-Wirtschaft abkühlt und die erwartete Fed-Straffung ausreicht, um Inflationsentwicklungen und -erwartungen zu drehen. Die geldpolitische Straffung der Fed 2022 mag zunehmend als Übertreibung gesehen werden, was für niedrigere US-Renditen spricht. In der Euro-Zone ist das Prognoserisiko wegen der zögerlichen EZB hingegen um einiges höher und neue Höchststände bei den Bundrenditen sind nicht auszuschließen. Die IKB erwartet, dass rückläufige Rohstoffpreise und eine konjunkturelle Eintrübung gar keine aggressive geldpolitische Straffung erfordern werden.**

Ausblick Inflation: Es kommt auf die Fiskalpolitik an

Fazit: Die Fed reagiert auf mögliche Zweitrundeneffekte infolge der aktuellen Inflationsentwicklung und schafft Fakten: Sie will die US-Wirtschaft abkühlen und so die Inflationsdynamik brechen. Deshalb sollten die US-Renditen bereits im Jahr 2022 ihren Höhepunkt erreichen und ab nächstes Jahr 2023 wieder sinken.

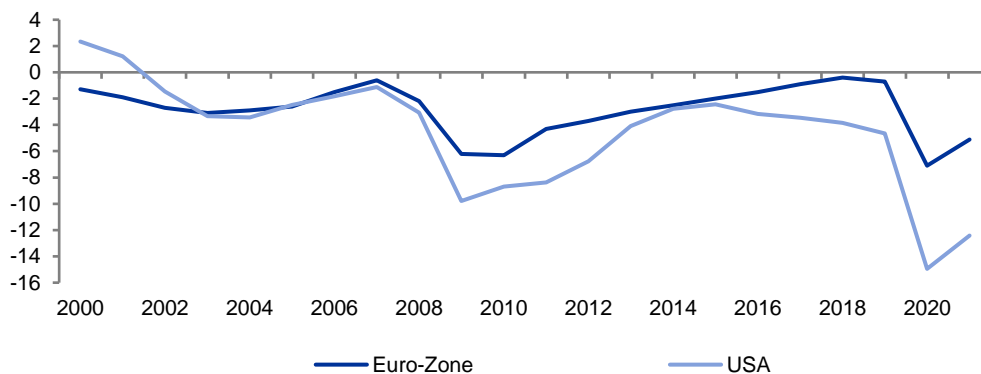
Ganz anders in der Euro-Zone: Die EZB hält sich zurück; und ihre aktuell erwarteten Zinsanhebungen werden den Inflationsdruck nur wenig mindern. Noch vertrauen EZB und der Markt darauf, dass die derzeit hohen Rohstoffpreise die Konjunktur abkühlen und die Inflationsrate im Jahr 2023 spürbar verringern werden, auch aufgrund dann sinkender Rohstoffpreise.

Allerdings scheint die Fiskalpolitik gegen die EZB zu arbeiten. Denn steigende Renditen führen zu einem höheren Haushaltsdefizit und nicht zur Haushaltskonsolidierung in der Euro-Zone. Zudem sorgen sie für Inflationsdruck. Die Fiskalpolitik schwächt also die Effektivität der EZB-Geldpolitik und erhöht so die Wahrscheinlichkeit einer strafferen Geldpolitik oder die einer höheren Inflation. Jetzt bereits den Höhepunkt der Bundrenditen im Jahr 2022 zu vermuten, ist deshalb verfrüht.

Fed schafft Fakten

Die Fed erhöht die Zinsen, um die US-Wirtschaft abzukühlen. Deshalb wird sie im Juni und Juli 2022 die Zinsen voraussichtlich um je 50 bp anheben. Die US-Renditen sind als Reaktion auf die Geld-Politik inzwischen auf bis zu 3 % angestiegen. Auch strebt die Fed neben ambitionierten Zinsanhebungen eine zügige Reduzierung ihrer Bilanz an. Die Annahme, die Inflationsrate wird sich mangels spürbarer Zweitrundeneffekte von selbst wieder abflachen, scheint von der Fed immer weniger als plausibel angesehen zu werden. Der Anstieg der Inflationsrate vollzieht sich bereits zu lange und ist zu hoch, um Effekte auszuschließen. Doch nicht alle Folgen oder Zweitrundeneffekte deuten unbedingt auf einen weiteren Inflationsanstieg hin. **So wird die aktuelle Teuerung das Realeinkommen und damit die Kaufkraft der Konsumenten unter Druck setzen, was die Nachfrage und somit den weiteren Inflationsprozess abschwächen sollte – vorausgesetzt, die Lohnanstiege bleiben unter der Inflationsrate.**

Abb. 1: Jährlicher staatlicher Haushaltssaldo in % des BIP



Quellen: EIU

Schon länger leidet das US-Konsumentenvertrauen in den USA aufgrund der steigenden Inflation, was den wirtschaftlichen Ausblick zunehmend belastet, aber auch zu kräftigen Lohnsteigerungen geführt hat. Angesichts der niedrigen Arbeitslosenquote und der während der Corona-Pandemie gesunkenen Erwerbsquote ist es nicht überraschend, dass sich die Fed eine Abkühlung der Wirtschaft zum Ziel gesetzt hat. Spürbar steigende Zinsen sollten nicht nur die Wirtschaft abkühlen, sondern auch Lohnforderungen dämpfen, die sich auf die Margen der Unternehmen auswirken. Dennoch steigt mit ambitionierten Zinsanhebungen die Gefahr einer Überreaktion der Fed, was eine inverse Zinskurve zur Folge haben könnte. Schließlich dauert der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik lange. Entscheidend wird auch sein, wie sich die Fiskalpolitik verhält. **Wird sie durch ein geringeres Haushaltsdefizit die geldpolitische Ausrichtung unterstützen oder durch höhere Defizite im Schatten einer sich abkühlenden Wirtschaft eher entgegenwirken?**

Zögerliche EZB erhöht Inflationsrisiko

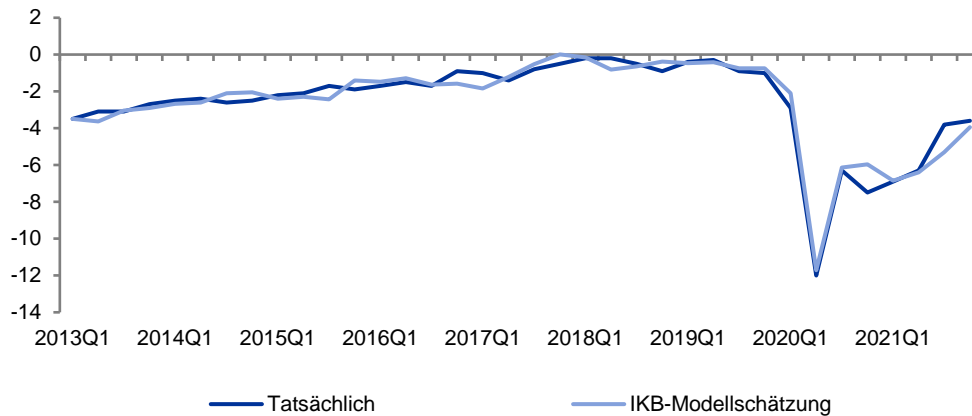
In welchem Maße wird die Fiskalpolitik in der Euro-Zone die Geldpolitik dabei unterstützen, die Inflation zurückzuführen? Oder anders ausgedrückt: Wie sensitiv reagiert das Haushaltsdefizit der Staaten auf EZB-Zinsanhebungen? Auch wenn steigende Renditen nicht sofort zu einer höheren Zinslast bzw. zu einem höheren effektiven Zinssatz eines Staates führen, so sollte eine steigende Rendite dennoch eine Defizitverringering bewirken. Schließlich signalisieren steigende Renditen eine Konjunkturerholung bzw. zumindest einen Inflationsanstieg. Beides ermöglicht aus fiskalpolitischer Sicht eine Konsolidierungspolitik, was wiederum die Effektivität der Geldpolitik erhöht. Das wäre gerade aktuell von besonderer Bedeutung. Infolge der Corona-Krise und der geldpolitischen Reaktion hat sich das Haushaltsdefizit in der Euro-Zone im Jahr 2020 jedoch deutlich ausgeweitet. Allerdings ist es im Jahr 2021 trotz der spürbaren konjunkturellen Erholung kaum zurückgegangen und auch für 2022 wird von einem historisch hohen Defizit ausgegangen. Die Krisenpolitik im Jahr 2021 war mit ein Grund dafür, warum die staatliche Nachfrage kräftig geblieben ist bzw. zunehmend Geld in den realwirtschaftlichen Kreislauf geflossen ist. In Kombination mit Rohstoffpreisanstiegen und Lieferengpässen hat dies zu einem spürbaren und weit über den Erwartungen liegenden Anstieg der Inflationsrate geführt. Gewinner waren die Unternehmen, die durch die starke Nachfrage ihre Margen stabilisieren bzw. ausweiten konnten, was u. a. die Gewinne der DAX-Unternehmen im Jahr 2021 gezeigt haben. Der Inflationsdruck hat nun mit der Ukraine-Krise einen weiteren Schub bekommen – vor allem wenn die europäische Fiskalpolitik mit weiter steigenden Ausgaben und einem sich ausweitenden Defizit auf den Krieg reagiert.

Die EZB sieht aktuell weiterhin keinen Grund für eine effektive geldpolitische Straffung. Zwar werden nun bis zu drei Zinsanhebungen um jeweils 25 bp im Jahr 2022 erwartet. Doch solch eine Erhöhung wird wohl kaum ausreichen, um die Konjunktur zu dämpfen bzw. die eskalierende Inflationsdynamik entscheidend zu brechen. Schließlich wären Realzinsen auch mit den erwarteten Zinserhöhungen immer noch deutlich negativ – selbst wenn der Inflationsdruck wie erwartet ab Anfang 2023 nachlassen sollte. Die Einschätzung der EZB wie auch der Märkte ist also weiterhin, dass sich der Anpassungsprozess hin zu einer niedrigeren Inflation in Europa aufgrund von fehlenden Zweitrundeneffekten vollzieht – und nicht, wie in den USA, durch eine spürbar straffere Geldpolitik. Diese Einschätzung ist durchaus berechtigt. Denn infolge der hohen Inflation werden das Realeinkommen und die private Kaufkraft erst einmal sinken, was einen Dämpfer für die Wirtschaft einleiten wird. Auch werden die aktuell hohen Rohstoffpreise infolge einer sich abkühlenden Weltwirtschaft nachgeben, was den Inflationsdruck weiter dämpfen wird. **Doch das Ausmaß möglicher Zweitrundeneffekte wird auch von der Fiskalpolitik bestimmt. Agiert sie expansiv und steuert einer Abkühlung der Wirtschaft entgegen, werden steigende Kosten – wie 2021 – relativ schnell zu höheren Preisen führen bzw. die Geldmenge in der Realwirtschaft ausweiten.** Dies gilt auch, wenn die EZB ihr Aufkaufprogramm beendet. Schließlich steht eine Reduzierung ihrer Bilanz nicht zur Diskussion, sodass weiterhin überschüssige Reserven in den Bilanzen der Banken bestehen bleiben.

Europäische Fiskalpolitik lässt Risiko von Zweitrundeneffekten steigen

Sorgt eine geldpolitische Straffung auch für eine fiskalische Konsolidierung, verstärkt diese den geldpolitischen Transmissionsmechanismus der Geldpolitik. In der Folge ist die Geldpolitik effektiv und Zinsen müssen weniger stark erhöht werden. Reagiert die Fiskalpolitik hingegen nicht oder gar entgegengesetzt, braucht es höhere Zinsen, um den gleichen Einfluss auf die Realwirtschaft zu erzielen. In diesem Fall würde ein erhöhtes Risiko von Zweitrundeneffekten entstehen, vor allem wenn die Notenbank mit Zinsanhebungen zögerlich agiert. Empirische Analysen der IKB deuten an, dass

- Die Frage, ob die Euro-Zone mit Hilfe einer höheren Inflation eine tragfähigere Schuldenquote erreichen kann, differenziert zu betrachten ist. So mag zwar das nominale BIP schneller wachsen und sich die Schuldenquote reduzieren, allerdings steigt die Zinslast spürbar an, da Inflationsprämien die Renditen deutlich nach oben treiben.
- Ein höheres reales Wachstum die Schuldenquote senkt. Zwar steigen auch die Renditen, doch deren Einfluss ist deutlich geringer.
- Das Argument, steigende Renditen würden die Euro-Zone zur Konsolidierung drängen und so die Wirkung der Geldpolitik verstärken, empirisch nicht nachzuvollziehen ist. Im Gegenteil: Modellschätzungen für die Zeit nach der Euro-Krise deuten darauf hin, dass steigende Renditen einen signifikanten Einfluss auf das Haushaltsdefizit der Euro-Zone haben und zu einer Defizitausweitung führen.

Abb. 2: Vierteljährlicher staatlicher Haushaltssaldo der Euro-Zone in % des BIP

Quellen: EIU; IKB

Einschätzung

Die **Inflation** wird sich im Jahr 2023 spürbar verlangsamen. Grund ist die konjunkturelle Abkühlung, die zunehmend absehbar ist und in der US-Wirtschaft durch die Fed eingeleitet worden ist. Die globale konjunkturelle Abkühlung wird auch zu einer Korrektur auf den Rohstoffmärkten führen, was den Inflationsdruck weiter reduzieren wird. Grundsätzlich sollten eine zunehmende Kapazitätsausweitungen sowie ein gradueller Anstieg der Erwerbsquote ebenfalls dem Preisdruck entgegenwirken – wenn auch nur mittelfristig. Der Haupttreiber für eine niedrigere Inflation in Europa scheinen vor allem die Rohstoffpreise zu sein. Denn einer spürbaren Abkühlung der Konjunktur würde eine expansive Fiskalpolitik entgegenwirken. Deshalb sind Zweitrundeneffekte durchaus zu erwarten bzw. bleiben ein erhöhtes Risiko für den Inflationsausblick in der Euro-Zone – im Gegensatz zu den USA, wo die Fed Fakten schafft. Das Zinsdifferenzial im Vergleich zu den USA sollte sich aber im Jahr 2023 einengen und dem **Euro-Kurs gegenüber dem US-Dollar** Auftrieb geben. Dies wird den Rückgang des Kostendrucks durch die Rohstoffpreise weiter verstärken. Wir erwarten eine durchschnittliche Inflationsrate in der Euro-Zone von 6,5 % im Jahr 2022 und 2,4 % im Jahr 2023.

In den USA ist mit dem Höhepunkt der **US-Renditen** noch in diesem Jahr zu rechnen. Dies wird durch die ambitionierten Fed-Zinsanhebungen dieses Jahr bekräftigt. In Europa bleibt es fraglich, ob der erwartete graduelle Ansatz der EZB einen spürbaren Einfluss auf die Realwirtschaft und den Inflationsprozess haben wird, da die Fiskalpolitik voraussichtlich gegensteuern wird. Dies spricht entweder für eine höhere Inflation oder für die Notwendigkeit kurzfristig spürbar höherer Zinsen. Jetzt schon bzw. im weiteren Verlauf des Jahres 2022 den Wendepunkt der **Bundrenditen** auszurufen, erachtet die IKB deshalb als verfrüht – vor allem aufgrund der Risiken, die sich aus dem Lohndruck ergeben.

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%	2,1%	2,4%
Euro-Zone	-6,5%	5,6%	2,9%	2,5%
UK	-9,3%	8,3%	3,9%	1,4%
USA	-3,4%	5,8%	2,5%	2,2%
Japan	-4,5%	1,9%	1,6%	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%	7,2%	3,2%
Euro-Zone	0,3%	2,6%	7,1%	2,8%
UK	0,9%	2,6%	7,8%	4,0%
USA	1,3%	4,7%	7,4%	2,7%
Japan	0,0%	-0,3%	1,4%	0,9%
China	2,5%	0,9%	2,2%	2,1%

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

	25. Mai	Ende Q2 2022	Ende Q3 2022	Ende 2022
3M-Euribor	-0,36	-0,2	0,05	0,3
3M-USD-Libor	1,52	1,5	2,2	2,7
10-Jahre Bund	0,97	1,1	1,3	1,2
10-Jahre U.S. Treasury	2,76	2,85	2,9	2,7

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

	25. Mai	Mitte 2022	Ende 2022	Ende 2023
EUR/USD	1,07	1,09	1,12	1,16
EUR/GBP	0,85	0,84	0,86	0,87
EUR/JPY	136	133	130	128
EUR/CHF	1,03	1,04	1,06	1,13
EUR/HUF	383	380	375	369
EUR/CZK	24,6	24,7	25,1	25,8
EUR/TRY	17,3	16,4	16,8	19
EUR/PLN	4,59	4,6	4,45	4,52
EUR/RUB	60,9	65	70	80
EUR/MXN	21,2	22	22,6	25,4
EUR/ZAR	16,8	17	18	19
EUR/CNY	7,10	7,2	7,1	7,44
EUR/CAD	1,37	1,37	1,4	1,44
EUR/AUD	1,50	1,52	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