

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: Wirtschaftsprognosen trüben sich ein – trotz guter Stimmung **2**

Zweites Quartal von hoher Unsicherheit geprägt • Privater Konsum ein wichtiger Treiber für die Erholung • Stimmungsbelebung bei den Unternehmen • Entscheidender Schritt bleibt das Impfen der Bevölkerung

Kapitalmärkte: Hohes Korrekturpotenzial für Bundrenditen, auch weil kurzfristig höhere Inflation überraschen sollte **4**

EZB hält Bundrenditen niedrig • Dennoch aus fundamentaler Sicht besteht Korrekturpotenzial nach oben • Inflation dürfte kurzfristig mit der erwarteten Konjunkturbelebung steigen • Teuerung könnte dabei nach oben überraschen • Mittelfristig ist das Inflationsbild für die Euro-Zone dagegen unklar

Klimaschutz: Ohne Wirtschaftswachstum geht es nicht **6**

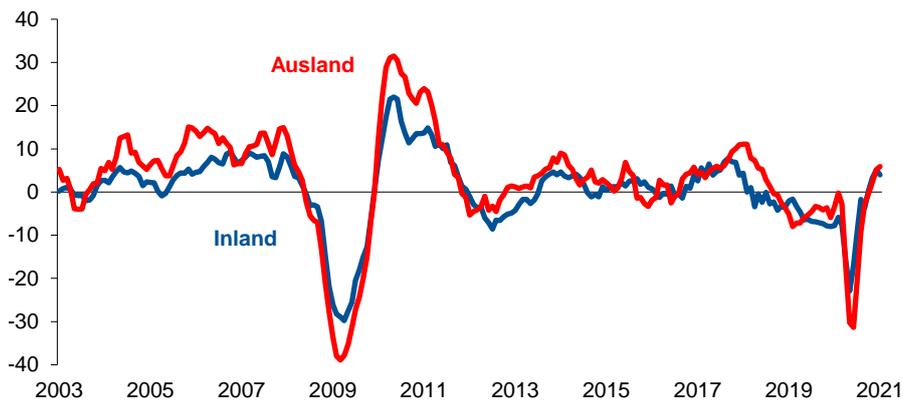
Klimaschutz forciert Investitionen, doch an welchem Standort? • Planungsunsicherheit belastet Investitionstätigkeit • Ohne Wachstum gibt es keine gewinnbringenden Investitionsmöglichkeiten • Wachstumspolitik ist ein wichtiger Bestandteil einer nachhaltigen Klimapolitik

Demografischer Wandel: Wachstumsbremse und Deflationstreiber? **9**

Demografischer Wandel – eine Wachstumsbremse auf breiter Front • Zunehmende Pflegebedürftigkeit erfordert zudem Umverteilung der Arbeitsressourcen • Notwendige Stärkung der Nachfrage- und Angebotsseite • Erfolgreiche Einwanderungspolitik wäre hier hilfreich

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



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

BIP-Wachstum

Deutschland	3,8
Euro-Zone	4,1
UK	4,8
USA	6,1
Japan	2,6
China	9,2

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

Deutsche Konjunktur: Wirtschaftsprognosen trüben sich ein – ...

Die Konjunktur scheint Achterbahn zu fahren. Aktuell hellen sich Stimmungskennzahlen wie die Einkaufsmanger-Indizes und ifo Geschäftsklima deutlich auf – vor allem die deutsche Industrie erreicht ein Stimmungsalzeithoch. Die BIP-Wachstumsprognosen für das Jahr 2021 werden hingegen gesenkt. Das erscheint widersprüchlich; doch die aktuellen Entwicklungen sind wenig überraschend. Das Verarbeitende Gewerbe zeigt sich weiterhin relativ robust, auch dank des globalen Rückenwinds. Infolge der Lockdown-Maßnahmen leiden hingegen konsumnahe Dienstleistungsbranchen wie Einzelhandel und Tourismus. Dies war für das erste Quartal nicht anders zu erwarten. So scheint auch Konsens darüber zu bestehen, dass die deutsche Wirtschaft im ersten Quartal 2021 erneut schrumpfen wird – wenn auch moderat um voraussichtlich unter 2 % gegenüber dem Vorquartal. Warum also die zunehmend negativen Prognoserevisionen für 2021? Hier steht vor allem das zweite Quartal im Fokus. Die Differenz der Wachstumsprognosen für 2021, die zwischen 3 % und 4 % liegen, hat ihre Ursache vor allem im unsicheren Ausblick für das zweite Quartal. Denn dass eine deutliche Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2021 stattfinden wird, darüber besteht nach wie vor Konsens.

Das zweite Quartal – von hoher Unsicherheit geprägt

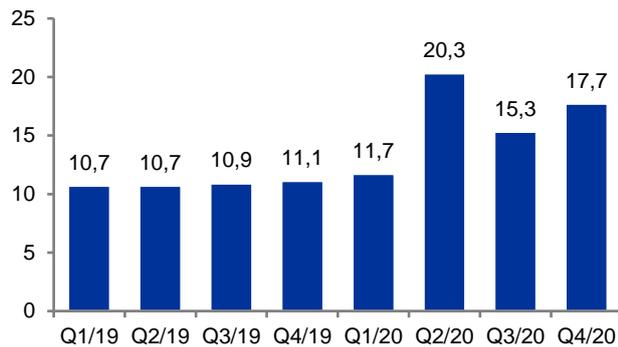
Wenn die deutsche Wirtschaft im zweiten Quartal nicht moderat wachsen sollte, dann ist eine BIP-Prognose für 2021 mit einer vier vor dem Komma für 2021 eher unrealistisch. Der globale Handel sowie die erwartete Konjunkturdynamik in den USA und in China stützen allerdings die Einschätzung eines anziehenden Exportwachstums – und dies bereits im zweiten Quartal. Grundsätzlich sollten nicht nur Abwärtsrisiken betont werden, da die Konjunkturentwicklung womöglich ausgeglichener sein wird, als die allgemeinen Prognoserevisionen vermuten lassen. So könnten weltweit steigende Impfquoten für eine schnelle, sprunghafte Stimmungsaufhellung sorgen, während die Fiskal- und Geldpolitik auch 2022 im absoluten Krisenmodus verharren dürften. So könnte die größere Überraschung in diesem Jahr und im nächsten Jahr womöglich eher darin liegen, dass die Inflation stärker zunimmt als erwartet, während das moderate Wirtschaftswachstum den Annahmen entspricht. Weitere Infektionswellen und -mutanten (Beispiel Brasilien) könnten hingegen noch länger ein Risiko für die globale Realwirtschaft darstellen.

Privater Konsum wichtiger Parameter

Neben dem globalen Rückenwind – nicht zuletzt dank der US-Fiskalpolitik und eines weiterhin stabilen Wachstums in China – ist der private Konsum ein wichtiger Parameter für die Erholung der deutschen Wirtschaft. Eine erzwungene hohe Sparquote infolge der Lockdown-Maßnahmen im letzten Jahr signalisiert Aufholeffekte im Jahr 2021. Voraussetzung ist natürlich, dass die Lockdown-Maßnahmen gelockert werden. Die Sparquote wird nur dann relativ schnell zu ihrem langfristigen Durchschnitt zurückkehren, wenn eine Stimmungsaufhellung für positive Kauflaune sorgt. Entscheidend hierfür wird nicht nur eine Öffnung von Wirtschaft und Gesellschaft sein, sondern auch eine überzeugend hohe Impfquote, die die Risikoaversion der Bürger relativiert. Von solch einer Entwicklung geht die IKB weiterhin für die zweite Jahreshälfte 2021 aus. Aktuelle und immer noch anhaltende Probleme rund um das Impftempo ändern daran wenig. Denn es ist von einer deutlichen

... trotz guter Stimmung

Deutsche Sparquote in % des verfügbaren Einkommens



Quelle: FERl



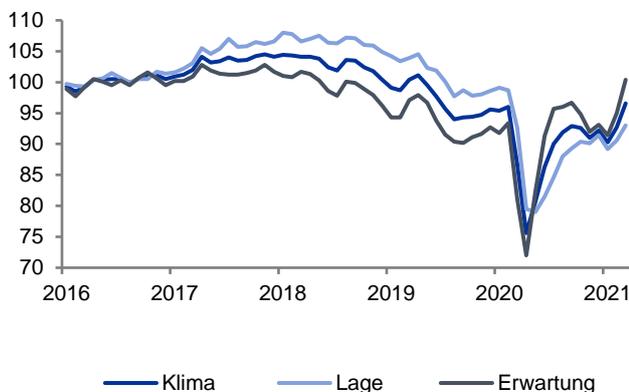
Industrieproduktion (ohne Bau), 2015 = 100



Quelle: FERl



Deutschland: ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



kalender- und saisonbereinigt

Quelle: ifo



Beschleunigung der Impfungen (S-Kurvenverlauf) im zweiten Quartal und einer hohen Gesamtimpfquote ab dem dritten Quartal 2021 auszugehen.

Was erwarten die Unternehmen?

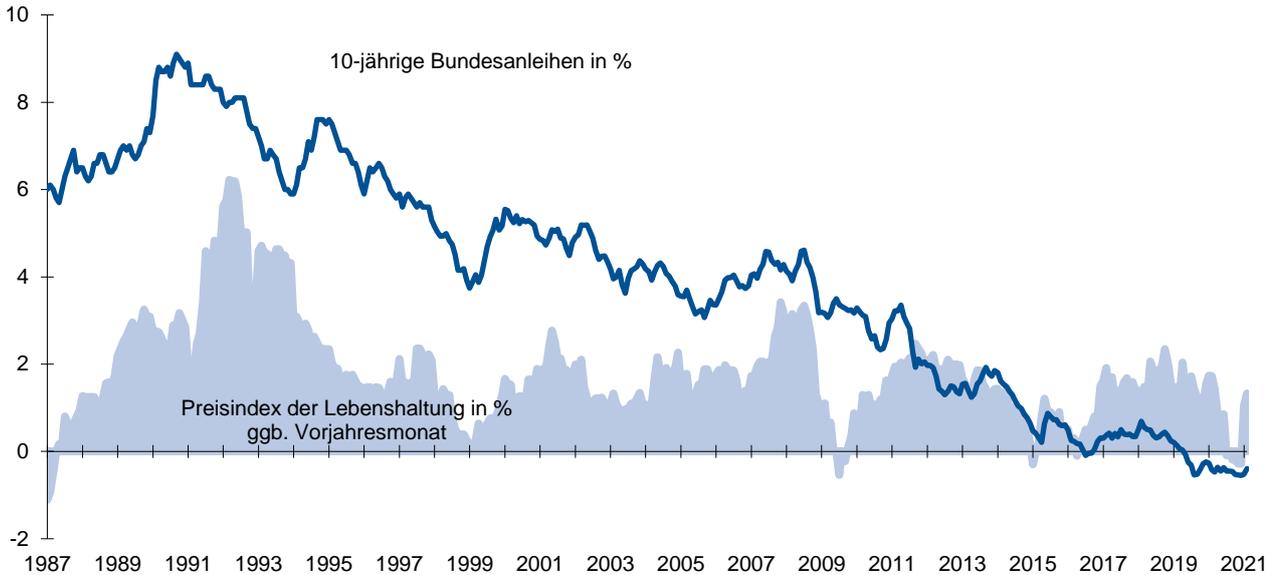
Wie die aktuellen Einkaufsmanager-Indizes signalisiert auch das ifo Geschäftsklima für März ein sehr positives Stimmungsbild. Der Index hat sich im März deutlich aufgehellt und erreichte den höchsten Wert seit Juni 2019! Bei dieser Einschätzung ist sicherlich zu berücksichtigen, dass die jüngste Rücknahme der Lockerungen nicht vollumfänglich in der Umfrage berücksichtigt werden konnte. Eine mögliche erneute Stimmungseintrübung im konsumnahen Dienstleistungssektor dürfte sich in den Werten noch nicht niedergeschlagen haben.

Auf Grundlage des ifo Geschäftsklimas ist ein Anstieg des BIP um 0,7 % in der ersten Jahreshälfte 2021 zu erwarten. Da infolge des Lockdowns von einem BIP-Rückgang im ersten Quartal von 1,3 % auszugehen ist, signalisiert der ifo-Index eine spürbare Erholung im zweiten Quartal. Dies ergibt sich zumindest auf Basis der aktuellen Stimmung der Unternehmen. Ob die Unternehmer oder eher die Prognostiker recht behalten werden, wird maßgeblich durch die Entwicklung von Impfquote und Lockdown-Maßnahmen bestimmt werden. Die aktuellen Erwartungen für das zweite Quartal sehen allerdings nicht so schlecht aus, wie es aktuelle Prognoserevisionen signalisieren.

Ausblick

Angesichts der anhaltenden Unsicherheit hinsichtlich des Konjunkturverlaufs im zweiten Quartal revidiert die IKB ihre BIP-Wachstumsprognose für das Jahr 2021 auf 3,8 %. Dies ist immer noch am oberen Rand des Prognosespektrums und spiegelt die Erwartung, dass sich die Aufholeffekte in der Wirtschaft und des privaten Konsums insbesondere in der zweiten Jahreshälfte deutlich niederschlagen werden. Voraussetzung hierfür ist eine deutlich ansteigende Impfquote in den kommenden Monaten – das ist der entscheidende Schritt für eine wirtschaftliche Belebung. Zudem darf es im zweiten Quartal zu keiner erneuten Schrumpfung der Wirtschaft kommen.

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

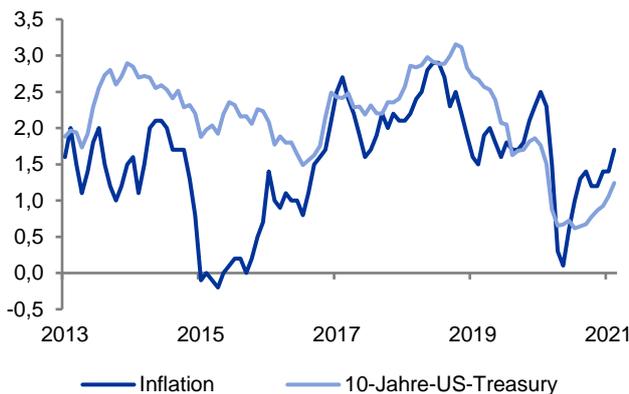


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Hohes Korrekturpotenzial bei Bundrenditen, ...

USA: 10-jährige US-Renditen und Inflation in %



Quelle: Bloomberg



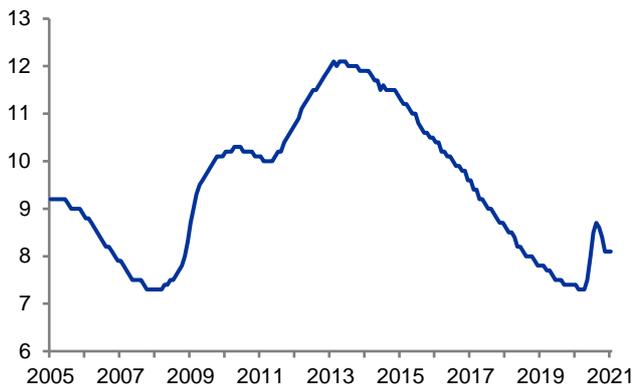
Die Erhöhung der US-Renditen scheint zu pausieren. Nach einem Anstieg um etwas über 0,5 %-Punkte im April 2020 auf zwischenzeitlich über 1,7 % ist dies sicherlich nicht überraschend. Doch was heißt das nun? Ist es das Ende der Erhöhung oder nur eine temporäre Verschnaufpause? Sicherlich ist der Korrekturanteil in der Zinsanhebung nun beendet. Die aktuellen Renditen spiegeln ein Konjunkturbild, das der erwarteten Erholung nach der Pandemie deutlich mehr gerecht wird als die vorigen Niveaus. Somit wird es auch keine Rückkehr geben – zumindest bis zur nächsten Krise. Ob die Renditen weiter steigen, wird nun davon abhängen, in welchem Maße die Konjunktur und Inflationsentwicklung überzeugen

können bzw. positiv überraschen werden. Angesichts der historischen Renditeniveaus ist sicherlich noch Luft nach oben, auch wenn die Fed Erwartungen über baldige Leitzinsanhebungen dämpft. Im Übrigen und im Gegensatz zur EZB sieht die Fed in dem Renditeanstieg auch keine Gefahr, sondern eher eine Bestätigung der Konjunkturerholung. Versuche durch die Fed, die Zinskurve durch Ankaufprogramme wieder zu verflachen, sind somit im aktuellen Konjunkturmilieu nicht zu erwarten. So mag Unsicherheit herrschen, wieviel Luft US-Renditen noch nach oben haben. Zweifel über eine notwendige Korrektur bei den Bundrenditen sollten aber nicht bestehen. Während US-Renditen ihre Korrektur vollzogen haben, hält in der Euro-Zone die EZB mit ihrem Aufkaufprogramm den Deckel weiterhin auf das lange Ende der Zinskurve. Bundrenditen könnten nach jüngsten EZB Äußerungen sogar erneut sinken. Solch eine Entwicklung, ebenso wie das aktuelle Niveau, ist jedoch aus fundamentaler Sicht wenig nachvollziehbar.

Die Konsequenz der aktuellen, divergierenden Notenbankpolitik ist ein relativ weites Differenzial zwischen US- und Bund-Renditen, das dem US-\$ gegenüber dem Euro weiter Auftrieb geben sollte. Dies wird durch einen sich ausweitenden Wachstumsunterschied zwischen den USA und der Euro-Zone verstärkt. Denn während die Konjunkturprognosen 2021 für Deutschland und die Euro-Zone vielfach nach unten revidiert werden, hellt sich das Konjunkturbild global sowie in den USA weiter auf. So wird nun für 2022 ein Wachstum der US- und Weltwirtschaft von bis zu oder sogar über 6 % erwartet. Mit der konjunkturellen Erholung nehmen aber auch die Inflationserwartungen zu. Zum einen, weil sie im Jahr 2020 infolge der Corona-Pandemie extrem niedrig waren. Zum anderen, weil im Jahr 2022 die Weltwirtschaft überhitzen könnte.

... auch weil kurzfristig höhere Inflation überraschen sollte

Euro-Zone: Arbeitslosenquote in %



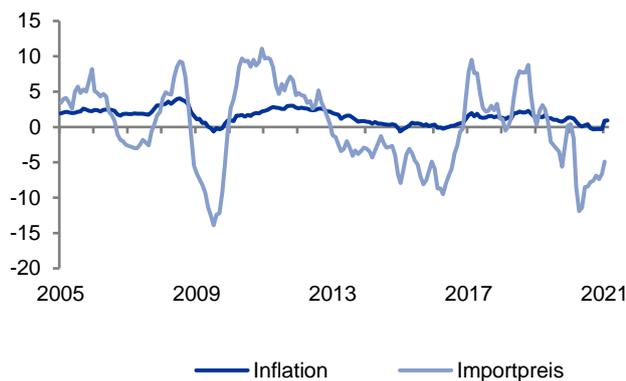
Quelle: FERl



Mittelfristig ist das Inflationssbild für die Euro-Zone jedoch einiges unklarer. Viele Analysten deuten auf eine eher flache Phillips-Kurve hin. Also: Die Wahrscheinlichkeit, dass es mittelfristig zu einer Lohn-/Inflationsspirale infolge eines hohen Erwerbsquote kommt, wird als eher unwahrscheinlich gesehen. Außerdem sollte aufgrund der hohen Schuldenquoten die effektive Nachfrage nur moderat zulegen. Eine anhaltend kräftige Nachfragedynamik, die eine Wirtschaft an ihre Kapazitätsgrenzen bringt und so für Preisdruck sorgt, bleibt deshalb eher fragwürdig. Zuletzt sollte die aktuell starke Geldmengenausweitung in der Euro-Zone nicht überbetont werden, da dieses zwar die Vermögenspreisinflation vorantreibt. Für den Verbraucherpreisindex hat sie jedoch eine untergeordnete Bedeutung.

Euro-Zone: Importpreise und Inflation

Veränderung in % zum Vorjahresmonat

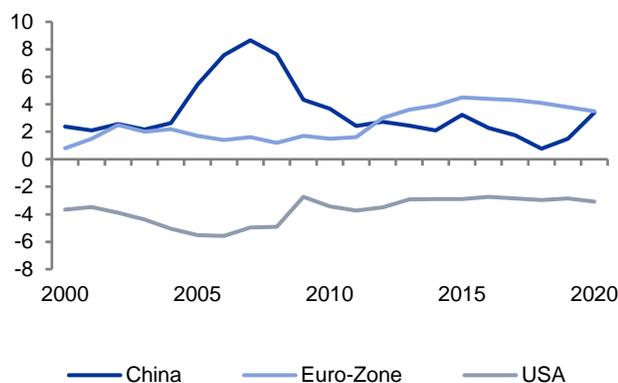


Quelle: FERl



Auf der anderen Seite gibt es auch Argumente, die für einen mittelfristigen Inflationsanstieg sprechen. Globalisierung, insbesondere dank der Integration Chinas in den weltweiten Warenverkehr, hat zu sinkenden Importpreisen in vielen Ländern geführt. Diese deflationären Impulse flachen allerdings ab, da der Handelsüberschuss Chinas durch stark ansteigende Importe nachlässt. Auch ist auf Sicht und dank des demografischen Wandels in China mit steigenden Lohnkosten zu rechnen, während die nächste globale Fabrik für billige Industriegüter noch auf sich warten lässt. Doch auch der demografische Wandel in der Euro-Zone könnte zu Inflation führen, da mehr und mehr Ressourcen für die Alterspflege notwendig werden. Allerdings mag eine schrumpfende Bevölkerung die Nachfrage belasten und wie in Japan eher zu einer Deflation als Inflation führen. Dies gilt vor allem dann, wenn die Volkswirtschaft sowieso schon mehr produziert als lokal nachgefragt wird. Beide, Japan wie auch die Euro-Zone haben einen Handelsbilanzüberschuss. Handelskonflikte und ein abnehmender Offenheitsgrad würden gerade für solche Länder Deflationsrisiken mit sich bringen, während das Inflationsrisiko in Ländern steigt, die ein Handelsbilanzdefizit haben – wie die USA. Doch auch wenn der mittelfristige Inflationsausblick von vielen Aspekten getrieben und so doch eher unsicher ist. Über ein Thema scheint relative Sicherheit zu bestehen. Liefert die Realwirtschaft wie aktuell prognostiziert, wird die Inflationsrate nicht nur im aktuellen, sondern auch im kommenden Jahr eher nach oben als nach unten überraschen.

Handelsbilanz in % des BIP



Quelle: EIU



Klimaschutz: Ohne Wirtschaftswachstum geht es nicht

Fazit: Wirtschaftswachstum und Klimaschutz werden oft als Gegensätze betrachtet. Der Drang nach Wachstum zerstöre die Umwelt, so das zentrale Argument.

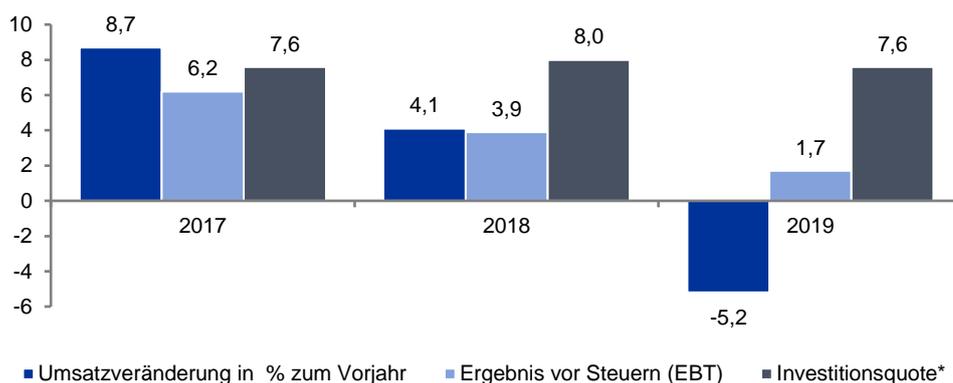
Doch ist es nicht umgekehrt? Ohne Wachstum gibt es keine gewinnbringenden Investitionsmöglichkeiten und damit keinen Wandel hin zu einer klimaneutralen deutschen Industrie. Für Investitionen am Standort Deutschland ist vor allem das globale Wachstum entscheidend, schließlich liegen die Hauptabsatzmärkte des deutschen Verarbeitenden Gewerbes im Ausland. Ziel der Wirtschafts- und Klimapolitik in Deutschland muss es demnach vor allem sein, angebotsseitige Anreize zu schaffen, damit das hohe globale Wachstum zunehmend durch Investitionen in Deutschland bedient wird. Das kann nur funktionieren, wenn der Investitionsstandort Deutschland international attraktiv ist und bleibt – auch um Akzente für die globale Klimapolitik zu setzen.

Ein deutlich höherer CO₂-Preis, der durch Marktkräfte bestimmt wird, wäre in Kombination mit einer allgemeinen Senkung der Unternehmenssteuer ein erster Ansatz.

Um die Folgen des Klimawandels abzumildern will Deutschland bis zum Jahr 2050 weitgehend treibhausgasneutral werden. Für das deutsche Verarbeitende Gewerbe beinhaltet dies tiefgreifende Veränderungen, da die Industrie ein bedeutender Verbraucher fossiler Brennstoffe ist und zudem Güter wie Kraftfahrzeuge herstellt, die aktuell einen zusätzlichen nennenswerten CO₂-Ausstoß verursachen. Jede Industriebranche hat vom Staat konkrete Vorgaben bekommen, wieviel CO₂ sie in den kommenden Jahren ausstoßen darf, bzw. wie hoch die CO₂-Reduktion sein muss. Die Hoffnung, dies ohne Produktionsrückgänge und damit Wertschöpfungsverlusten am Standort Deutschland zu erreichen, beruht auf technologischem Fortschritt und erfordert somit bedeutende Investitionen in neue Technologien.

Regulierung und höhere Kosten für CO₂-Emissionen sollen dazu führen, diese Veränderung voranzutreiben. Auch Steuern und Anreize sollen das lokale Konsumverhalten ändern. Eine veränderte lokale Nachfrage, aber vor allem angebotsseitige Auflagen bzw. höhere Produktionskosten benötigen enorme Investitionen, um den Industriestandort klimaneutral zu formen. Die enorme Notwendigkeit zu investieren ist bereits in den letzten Jahren zu erkennen, besonders in der Automobilindustrie. Denn auch wenn die Profitabilität vieler kleiner Automobilzulieferer schon länger unter Druck ist, blieb ihre Investitionsquote dennoch hoch und hat sogar weiter zugelegt.

Abb. 1: Jahresabschlusskennziffern von kleineren Automobilzulieferern – Umsatz < 250 Mio. €



* Zugänge zum Sach- und immateriellen Anlagevermögen in Relation zur Gesamtleistung
Quelle: IKB-Automobilzulieferbericht

Klimapolitik forciert Investitionen – doch in welches Land?

Ein treibhausneutrales Deutschland erfordert tiefgreifende Investitionen, auch damit Geschäftsmodelle erhalten bleiben bzw. erfolgreich angepasst werden können. So steht grundsätzlich eine Investitionsentscheidung an - und damit auch eine Entscheidung für oder gegen den Produktionsstandort Deutschland. Vor allem aufgrund des stärkeren globalen Wachstums sind zudem Investitionen in Auslandskapazitäten deutscher Unternehmen notwendig. Die Frage ist, welcher Teil der globalen Wertschöpfungskette auf den Industriestandort

Deutschland zukünftig fallen wird. Sind es vor allem übliche Investitionen in Forschung und Entwicklung oder auch Investitionen in klimaneutrale Produktionsprozesse und Kapazitäten? Lohnt es sich zu investieren, um einen Produktionsprozess klimaneutral zu gestalten, oder ist die Investition im Ausland – und damit die Abwanderung von weniger klimafreundlichen Produktionsprozessen lohnender? Hier sind nicht nur die Klimaziele entscheidend, sondern das Gesamtpaket der Rahmenbedingungen, welche die Wirtschaftspolitik hinsichtlich Planungssicherheit, Kostenvorteile bzw. Investitionsanreize bietet.

Aufgrund der internationalen Arbeitsteilung und der Globalisierung von Produktionsketten spezialisiert sich Deutschland schon seit Jahren auf eine höhere Wertschöpfung – angesichts des niedrigen deutschen Potenzialwachstums eine notwendige Entwicklung. Diese Entwicklung könnte durch die Klimaziele einen weiteren Schub bekommen. Dies gilt vor allem dann, wenn sich Klimaauflagen in einzelnen Ländern unterscheiden, bzw. die globale Nachfrage weniger sensitiv auf Klimaziele reagiert als diejenige in Deutschland. So würde der deutsche Industriestandort klimaneutraler werden, weniger aufgrund innovativer Produktionsprozesse, sondern eher durch Spezialisierung. Dies würde den Klimawandel nicht unbedingt aufhalten. Außerdem wird das globale Wirtschaftswachstum vor allem von Asien und nicht Europa getrieben. Wachstumsmärkte und damit großes Investitionspotenzial liegt deshalb außerhalb Europas.

Krisen erschweren Planungssicherheit – und verhindern damit private innovative Investitionen

Auch wenn die Klimaneutralität langfristig neue profitable Geschäftsmodelle bringen wird, entstehen kurzfristig erst einmal hohe Kosten. Denn entweder steigen infolge von Umweltauflagen die Produktionskosten; oder Unternehmen müssen für neue Technologien und Innovationen Kapital für Investitionen in die Hand nehmen. Und auch wenn die Vorteile einer klimaneutralen Produktion für alle zu erkennen sind, fehlt es kurzfristig an positiven ökonomischen Investitionsanreizen. Umweltauflagen schaffen negative Anreize. Sie zwingen zwar zu Investitionen – aber nicht unbedingt am Produktionsstandort Deutschland.

Auch wenn diese Investition langfristig vor allem für die Gesellschaft insgesamt Sinn machen, fehlt es aus unternehmerischer Sicht oftmals an Planungssicherheit. Nach drei Krisen in 15 Jahren ist es Unternehmen nicht zu verübeln, wenn ihre Investitionsentscheidungen vor allem vom kurzfristigen Ausblick getrieben werden. Langfristige Prognosen haben sich nach Finanz-, Euro- und Coronakrise als wenig zielführende Anker erwiesen. Das Investitionsverhalten ist deshalb eher von der aktuellen Lage als von langfristigen Opportunitäten getrieben. Die Krisen haben eine gewisse Zurückhaltung bei Investitionen in fundamental neue und erst langfristig profitable Technologien mit sich gebracht. Laut Bundesbank wird diese Aversion vor neuen Technologien durch den demografischen Wandel in Deutschland noch verstärkt – vor allem wenn der Kunde nicht bereit ist, hierfür einen höheren Preis zu zahlen. Die Krisen haben nämlich gelehrt, dass aktuelles Wachstum und damit volle Auftragsbücher als Treiber für Investitionen entscheidender sind. Somit bedarf es eines anhaltend robusten Wirtschaftswachstums und klaren klimapolitischen Rahmenbedingungen, damit Investitionen nach Deutschland gelenkt werden. Es ist wie mit einem Auto, dass eine neue Richtung einschlägt – nur wenn das Auto rollt, kann man es steuern. **Wachstumspolitik ist somit ein wichtiger Bestandteil einer nachhaltigen Klimapolitik.**

Ist das Ziel, die Industrie mit Hilfe von Investitionen am Produktionsstandort Deutschland neu auszurichten, bedarf es einer Wirtschaftspolitik, die trotz der Klimaauflagen einen ausreichend attraktiven Standort bietet. Der Industriestandort Deutschland muss sich mit den neuen Klimaauflagen hinsichtlich seiner Rentabilität im internationalen Vergleich behaupten. Das gilt nicht nur für Klimaauflagen, sondern betrifft grundsätzlich jeden Aspekt der Wirtschaftspolitik. Die letzten Jahre lief es eher in eine andere Richtung: Unsicherheit über die Klimapolitik, ein steigender Arbeitnehmerentgeltanteil am Volkseinkommen sowie im internationalen Vergleich hohe Unternehmenssteuern belasten grundsätzlich die Attraktivität des Investitionsstandorts Deutschland. Die Rahmenbedingungen für eine private Investitionsoffensive hin zu einer klimafreundlicheren Wertschöpfung sind deshalb aktuell eher suboptimal.

Was treibt Investition?

In Deutschland wird schon seit vielen Jahren von einem Investitionsstau gesprochen. Staat sowie Privatsektor scheinen nicht genug zu investieren. Dies gilt vor allem deshalb, weil mit dem demografischen Wandel die Notwendigkeit eines höheren Kapitalbedarfes pro Arbeitnehmer wächst. Doch was ist der entscheidende Treiber für Investitionen? Empirische Analysen zeigen, dass Wirtschaftswachstum der deutlich dominanter Treiber für Investitionen und Kreditnachfrage ist als das Zinsniveau. Deshalb ist der aktuelle Anstieg der Bundrenditen auch wenig zu beachten, wenn es darum geht, Implikationen für die Realwirtschaft abzuleiten.

Zinsen haben einen gewissen Einfluss, wenn sie deutlich gesenkt werden können. Beim aktuellen Zinsniveau sind bedeutende Zinssenkungen jedoch nicht möglich. Was allerdings ebenfalls einen gewissen Einfluss zu haben scheint, sind Risikoprämien und Bonitätseinschätzungen von Unternehmen. Belasten wirtschaftliche Rahmenbedingungen Unternehmensprofitabilität und Bonität, wirkt sich dies negativ auf die Kreditnachfrage und damit auf private Ausrüstungsinvestitionen aus. In den letzten Jahren waren es vor allem große, global aufgestellte Unternehmen, die stabile Bilanzen und Bonitäten gezeigt haben und weniger solche, die vom Produktionsstandort Deutschland abhängig sind. Doch gerade diese großen Unternehmen verfügen über eine breite Auswahl an Investitionsstandorten.

Die konjunkturelle Unsicherheit der letzten Jahre hat die überragende Bedeutung von Wachstum als Investitionstreiber noch weiter erhöht. Wenn es das Ziel ist, die Zinssensitivität und damit die Attraktivität von KfW-Förderprogrammen zu erhöhen, muss diese Unsicherheit reduziert werden. Klare Rahmenbedingungen, attraktive Renditen und vor allem stabile Wachstumserwartungen würden die Investitionskreditnachfrage zunehmen lassen. Doch das Wachstum des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland wird vor allem durch Exporte und damit durch globales Wachstum getrieben. Die lokale Nachfrage wird mittelfristig immer weniger entscheidend sein, während globale Standortüberlegungen immer bedeutender werden. Ziel von **Wirtschafts- und Klimapolitik in Deutschland muss demnach vor allem sein, angebotsseitige Anreize zu schaffen, damit das hohe globale Wachstum zunehmend durch Investitionen in Deutschland bedient wird**. Es gilt also, Investitionsanreize in Deutschland zu generieren. Denn nur das kann ausreichende Impulse liefern, um die lokale Industrie klimaneutral auszurichten. Wünschenswert ist jedoch nicht nur die Verwendung von lokalem sondern auch von globalem Kapital: Globale Investoren sollten sich trotz bzw. zunehmend aufgrund klimafreundlicher Technologien entscheiden in Deutschland zu investieren. Deutschland wäre dann nicht nur Vorbild in Sachen Umweltbewusstsein, sondern vor allem als attraktiver Investitionsstandort. So würde Deutschland auf globaler Ebene einen Beitrag für den Klimawandel schaffen – auf der Angebots- und der Nachfrageseite.

Doch wie kann das erreicht werden? **Die lokale und globale Attraktivität des Investitionsstandorts Deutschland muss im Kontext der Klimaziele bewahrt bzw. ausgebaut werden**. Dabei spielen die dafür notwendigen Investitionen eine wesentliche Rolle. **So sollten zum Beispiel CO₂-Preise deutlich steigen und nicht selektiv gegensubventioniert werden. Der Klimaschutz braucht ein effektives Marktpreissignal. Gleichzeitig sollten die höheren Kosten durch eine niedrigere allgemeine Unternehmenssteuer kompensiert werden, um den Wettbewerbsstandort Deutschland grundsätzlich zu stärken**. In Kombination würde dies klare Anreize für klimafreundliche Investitionen bieten und die Notwendigkeit von immer mehr Regulierung verringern. **Geht es darum, Veränderungen tatkräftig voranzutreiben, darf der Fokus nicht auf Regulierung und negativen Anreizen liegen, sondern sollte sich auf globale Wachstumsimpulse zur dynamischen Veränderung der deutschen Wirtschaft konzentrieren**.

Demografischer Wandel: Wachstumsbremse und Deflationstreiber

Fazit: Der Alterungsprozess der deutschen Bevölkerung wird in den kommenden Jahren voranschreiten und die wirtschaftliche Entwicklung auf breiter Front beeinflussen: negativ betroffen davon sind die Wachstumstreiber Arbeit, Investitionen und Produktivität. Doch die Menschen werden nicht nur älter, sondern auch pflegebedürftiger, was eine Umverteilung von Ressourcen mit sich bringen wird.

Ob der demografische Wandel eher zu Inflation oder wie in Japan zu Deflation führt, ist allerdings weniger eindeutig. Um Deflation zu verhindern, ist eine ausreichend effektive Binnennachfrage und damit eine stabile Bevölkerungszahl notwendig. Deshalb bedarf es nicht nur wachstumsfördernder Produktivitätssteigerungen, erforderlich ist auch eine erfolgreiche Einwanderungspolitik. Eine höhere Sparquote wird die negativen Konsequenzen des demografischen Wandels hingegen nicht lösen können, da dadurch Wachstum, Investitionen und vor allem die Binnennachfrage belastet werden und sich so das Deflationsrisiko deutlich erhöht.

Schon seit vielen Jahren prognostiziert der Sachverständigenrat nur ein moderates mittelfristiges Wachstum für die deutsche Wirtschaft von etwa 1 %. Der Grund für die geringe Dynamik wird vor allem im demografischen Wandel gesehen, insbesondere in der abnehmenden Anzahl von Erwerbstätigen bzw. Arbeitsstunden. Die Folge ist eine Globalisierung von Investitionen: Die Globalisierungsstrategie von Unternehmen fokussiert sich zunehmend auf die Verlagerung von Produktionskapazitäten und immer weniger auf den Handel. Damit versuchen die Unternehmen dem begrenzten deutschen Potenzialwachstum und steigenden Lohnkosten zu entgehen und globale Marktanteile zu behaupten. Der Produktionsstandort Deutschland wird als Folge ein immer spezialisierteres Glied in der globalen Wertschöpfungskette. Eine Rückführung von Produktionskapazitäten und -prozessen ins Inland, wie oftmals seit Beginn der Coronakrise mit dem Ziel einer größeren Unabhängigkeit gefordert wird, würde hingegen diese Spezialisierung zurückfahren, dadurch die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands verringern und das Potenzialwachstum belasten.

Doch was muss getan werden, um die Wertschöpfung am Standort Deutschland zu fördern bzw. um das Wachstum zu erhöhen? Die Komplexität liegt unter anderem darin, dass der demografische Wandel weitaus mehr Implikationen für Wachstum, Inflation und Gesellschaft hat – als nur eine sinkende Anzahl von verfügbaren Arbeitsstunden. Der demografische Wandel beeinflusst nicht nur die Wachstumstreiber Arbeit, Investitionen und Produktivität. Er führt grundsätzlich zu einer Neuordnung von Ressourcen, da sich die Bedürfnisse der Menschen verändern. Was sind die Handlungsoptionen?

Demografischer Wandel: Eine Wachstumsbremse auf breiter Front

Die Antwort auf ein sinkendes Potenzialwachstum bzw. geringere Arbeitsstunden wird im Allgemeinen in einer größeren Arbeitsproduktivität gesehen. Stehen weniger Arbeitsstunden zur Verfügung, müssen sie effizienter eingesetzt werden. Produktivitätssteigerungen können durch Investitionen, also mehr Kapital je Arbeitsplatz, sowie technologischen Fortschritt erreicht werden. Der Produktivitätsverlauf ist allerdings eher enttäuschend. Schon seit Jahren mahnen Volkswirte, dass ein sinkendes Produktivitätswachstum vor allem in den Industrieländern Grund für die strukturelle Wachstumsverlangsamung ist. In jüngerer Zeit kann als Erklärung hierfür die fehlende Innovations- und damit Investitionsbereitschaft angesichts hoher konjunktureller Unsicherheiten sein. Diese Zurückhaltung zeigt sich auch am Beispiel Digitalisierung bzw. bei den Fortschritten von Industrie 4.0. Umfragen dokumentieren, dass viele deutsche Unternehmen nur dann in den digitalen Fortschritt investieren, wenn daraus klar messbare, kurzfristige Vorteile resultieren. Angesichts drei wirtschaftlicher Krisen in 12 Jahren eine unternehmerisch durchaus nachvollziehbare Entscheidung.

Laut Bundesbank ist allerdings bereits vor der Finanzkrise eine Verlangsamung der Produktivität zu erkennen. Die Bundesbank argumentiert, das strukturell rückläufige Produktivitätswachstum sei auf fehlende unternehmerische Innovations- und Adaptionstätigkeit infolge des demografischen Wandels zurückzuführen. Ältere Unternehmer zeigen demnach also grundsätzlich eine niedrigere Innovations- und Risikobereitschaft bzw. Adaptionfähigkeit im Hinblick auf neue Technologien. Somit belastet der demografische Wandel nicht nur Produktivitätswachstum, sondern auch Investitionen generell. Mit weniger Arbeitsstunden bzw. einem niedrigeren Wachstum sinkt zudem der grundsätzliche Bedarf an Investitionen. Empirische Analysen stützen daher die Einschätzung, dass der demografische Wandel neben Produktivität auch Investitionen negativ beeinflusst.

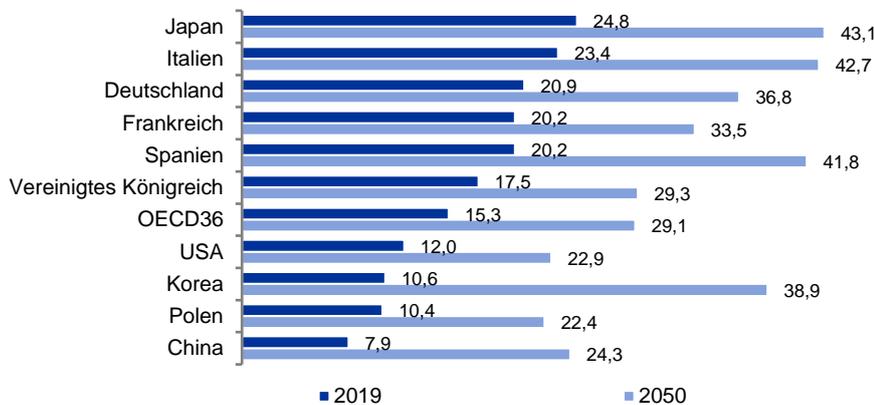
Welchen Einfluss hat eine alternde Belegschaft auf die Produktivität? Vielfach wird davon ausgegangen, dass die Produktivität bis zu einem Alter zwischen 30 und 45 Jahren steigt und danach sinkt. Die empirischen Ergebnisse sind jedoch nicht eindeutig und können sich zwischen Branchen deutlich unterscheiden. Während

manche Studien auf eine fallende Produktivität mit zunehmendem Alter verweisen, deuten andere auf eine relativ stabile Entwicklung im Verlauf des Lebenszyklus hin. Die Bundesbank sieht hingegen sehr wohl eine sinkende Produktivität durch einen ansteigenden Anteil der älteren Bevölkerung bzw. eine Abnahme des mittleren und jüngeren Bevölkerungsanteils. Ein Grund für die sinkende Produktivität infolge des demografischen Wandels ist die Verschiebung wirtschaftlicher Aktivitäten von der Industrie zu Dienstleistungen, da Dienstleistungen bei einer alternden Bevölkerung an Bedeutung gewinnen.

Demografischer Wandel und Inflation: Mehr als nur alt werden

Die Literatur scheint sich einig: Der demografische Wandel wird das Wachstum auf verschiedene Weise belasten, während gleichzeitig der Bedarf an Ressourcen im Alter zunehmen sollte. Denn Menschen werden nicht nur älter, sondern auch bedürftiger. Ein immer größerer Anteil der Wirtschaftsleistung wird in der Dienstleistung für und Pflege von Senioren liegen – ein Bereich, in dem Produktivitätswachstum nur begrenzt möglich ist. Studien der WHO gehen davon aus, dass in den nächsten 30 Jahren nicht nur der Anteil der älteren Bevölkerung in Deutschland und anderen Industrieländern deutlich zulegen wird. Zudem wird der Anteil Demenzkranker und damit pflegebedürftiger Menschen ebenfalls spürbar zulegen. Einer alternden Gesellschaft steht also ein geringeres Angebot an Arbeitskräften zur Verfügung, was das Wachstum belastet. Hinzu kommt, diese Gruppe absorbiert zunehmend Arbeitsstunden anderer Menschen.

Abb. 1: Prävalenz von Demenz in ausgewählten OECD-Ländern je 1.000 Einwohner

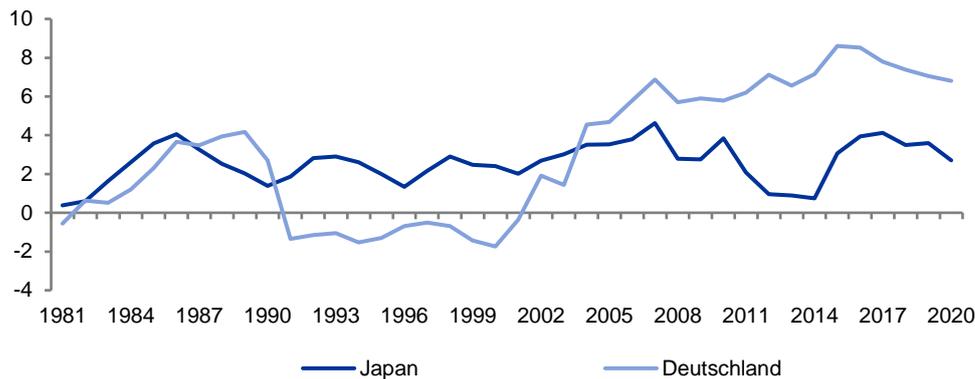


Quelle: WHO

Das Wachstum verlangsamt sich, die Anzahl der Pflegebedürftigen steigt. Wird dies zu Inflation führen? Im Gegensatz zum Einfluss des demografischen Wandels auf Wachstum findet die aktuelle Literatur keinen Konsens über seine Implikationen auf die Inflation. Eine höhere Zahl Pflegebedürftiger Personen deutet jedoch auf eine steigende Inflation hin, da die Angebotsseite nicht nur durch weniger Arbeitsstunden belastet wird, sondern auch durch zunehmende Forderungen dieser Altersgruppe hinsichtlich der Arbeitsgestaltung. Schrumpft die Bevölkerungsanzahl hingegen, oder steigt die Sparquote deutlich an, führt dies zu einem Nachfragerückgang, was dann deflationär wirken sollte. Auch ein produktivitätsgetriebenes Wachstum würde deflationär wirken, wenn die Nachfrage nicht ebenfalls anzieht. Denn bleibt der Nachfraganstieg aus, führen Produktivitätsfortschritte zu mehr Arbeitslosigkeit und damit zu deflationären Kräften.

Ein Rückgang der Bevölkerungszahl in Kombination mit Produktivitätssteigerungen wirkt sich also klar deflationär aus. Japan ist hierfür ein Beispiel: Dort altert die Bevölkerung nicht nur, sie geht auch zurück. Gleichzeitig hat Japan seit Jahren ein relativ stabiles Produktivitätswachstum, sodass das pro-Kopf-Wachstum niedrig, aber immer noch positiv und stabil ist. Das Angebot in der Wirtschaft weitet sich aus, die Nachfrage schrumpft jedoch. Die Wirtschaft hat insgesamt keine ausreichende lokale Nachfrage, was sich – wie auch in Deutschland – im strukturellen Handelsbilanzüberschuss dokumentiert. Doch trotz des Überschusses, der die Nachfrageseite stützt, ergeben sich in Japan spürbare deflationäre Tendenzen. Die Bedeutung eines Bevölkerungsrückgangs ist demnach nicht zu unterschätzen. Außerdem hat eine starke bzw. relativ stabile japanische Währung aufgrund des Handelsbilanzüberschusses und der Zunahme des Auslandsvermögens, was zu einem anhaltenden Leistungsbilanzüberschuss führt, den deflationären Druck zusätzlich gefördert.

Abb. 2: Leistungsbilanzsaldo in % des BIP



Quelle: EIU

Was muss getan werden?

Ein größeres Wachstum durch Produktivitätssteigerungen und Investitionen wird zumeist als alleinige Lösung für die wirtschaftlichen Herausforderungen des demografischen Wandels angepriesen. Wirtschaftswachstum sorgt für mehr Wohlstand, um die höheren gesellschaftliche Kosten des demographischen Wandels zu tragen. Doch wie der anhaltende Handelsbilanzüberschuss zeigt, reicht die Nachfrage der deutschen Wirtschaft schon lange nicht mehr aus, um ein Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage zu schaffen – obwohl die Zuwanderung in den letzten Jahrzehnten den erwarteten Bevölkerungsrückgang bis dato verhindert hat. Sich nur auf angebotsseitiges Wachstum bzw. Produktivitätssteigerung zu fokussieren, würde die Ungleichheit weiter verschärfen und den Deflationsdruck erhöhen – vor allem wenn die Bevölkerungszahl tatsächlich nachgeben würde. Damit „japanische Verhältnisse“ vermieden werden, muss also die lokale Nachfrageseite der Wirtschaft ebenfalls gestützt werden. Ein steigender Anteil an bedürftigen und pflegeintensiven Menschen kann hier helfen.

Die deutsche Volkswirtschaft ist im globalen Kontext relativ klein, der globale Markt kann hiesiges Wirtschaftswachstum relativ problemlos absorbieren. So mag eine einseitige, angebotsfokussierte Wachstumsstrategie eher zu einem weiter sich aufblähenden Handelsbilanzüberschuss als zu Deflation führen. Doch die globale Wirtschaft als anhaltende Nachfragestütze zu sehen hat andere Tücken. So ist die deutsche Wirtschaft bereits heute in hohem Maße von globalen Konjunkturentwicklungen abhängig und ihr Handelsbilanzüberschuss ist ein Stein des Anstoßes bei vielen Handelspartnern. Langfristig wird Deutschland nicht umhinkommen, einen ausgeglicheneren Weg zu finden – vor allem wenn das Potenzialwachstum nachhaltig gesteigert werden soll. Deshalb ist eine effektive Einwanderungspolitik bzw. ein Bevölkerungswachstum notwendig, um Nachfrage zu sichern. Die Steuerung der Bevölkerungsentwicklung ist ein genauso wichtiger Teil der Wirtschaftspolitik wie Produktivitätsfortschritte auf der Angebotsseite.

Die Antwort auf die Folgen des demografischen Wandels liegt sicherlich auch nicht in einer höheren Sparquote. Sparen würde Investitionen bzw. Nachfrage und somit letztendlich das Wachstum belasten. Entscheidend ist, dass der Investitionsstandort Deutschland im internationalen Vergleich wettbewerbsfähig bleibt, um ausreichend Investitionen im Inland zu sichern. Bis jetzt ist es eher umgekehrt: Die deutsche Sparquote ist relativ hoch und beschert der Wirtschaft einen deutlichen Handelsbilanzüberschuss, während die private Investitionsquote in den letzten Jahren eher gesunken ist. Dies hat Deutschland zu einem Exporteur von Kapital gemacht. Das hohe Auslandsvermögen mag zwar Einkommen ins Land bringen, doch dies führt nicht unbedingt zu einer höheren lokalen Wertschöpfung und damit zu Wachstum.

Doch müssen wir nicht für höhere Kosten und Pflegebedarf im Alter schon jetzt Kapital zurücklegen? Um den zukünftigen Bedarf an Dienstleistungen und Arbeitskräften nachhaltig zu garantieren, benötigt es kein hohes Sparvolumen bzw. Finanzvermögen, sondern eine fähige Wirtschaft, die die notwendigen Dienstleistungen erbringen kann. Für die Finanzierung einzelner Bedürfnisse ist sicherlich ein persönlicher Sparplan wichtig. Gesamtwirtschaftlich ist allerdings entscheidend, dass der Privatsektor und der Staat für ausreichend Nachfrage und Investitionen sorgen, um ein ausgeglichenes Wachstum zu generieren.

Ausgewählte Quellen:

*Demographic Structure and Macroeconomic Trends, Yunus Aksoy and Henrique S. Basso and Ron P. Smith and Tobias Grasl**

Demographic changes, migration and economic growth in the euro area, Axel Börsch-Supan, Duarte Nuno Leite and Johannes Rausch

Zur Verlangsamung des Produktivitätswachstums (bundesbank.de)

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

	25. Mrz.	in 3M	Ende 2021	Ende 2022
3M-Euribor	-0,54	-0,50	-0,47	-0,47
3M-USD-Libor	0,20	0,24	0,24	0,24
10-Jahre Bund	-0,39	-0,30	-0,10	0,30
10-Jahre U.S. Treasury	1,60	1,40	1,60	1,70

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

	25. Mrz.	in 3M	Ende 2021	Ende 2022
EUR/USD	1,18	1,18	1,15	1,15
EUR/GBP	0,86	0,88	0,9	0,89
EUR/JPY	129	129	129	124
EUR/CHF	1,11	1,09	1,11	1,07
EUR/HUF	365	364	364	367
EUR/CZK	26,2	26,3	26	25,6
EUR/TRY	9,41	9,3	9,7	10,9
EUR/PLN	4,64	4,6	4,5	4,3
EUR/RUB	90,2	88	86	90
EUR/MXN	24,6	24,6	24,2	23,6
EUR/ZAR	17,8	18	19	19,5
EUR/CNY	7,72	7,8	7,8	7,9
EUR/CAD	1,49	1,52	1,5	1,46
EUR/AUD	1,56	1,54	1,5	1,48

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

Disclaimer:

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

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

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

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

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

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

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

März 2021

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