

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

Deutschland: Konjunktur- und Branchenausblick im Schatten des Krieges in der Ukraine

2

ifo Geschäftserwartungen stürzen ab • Eskalierende Rohstoffpreise und mögliche Versorgungsgpässe belasten Konjunktur- und Branchenausblick • Lohndruck kommt hinzu • Gewinnausblick der Unternehmen ist gefährdet

Geldpolitik: Fed geht in die Offensive, während die EZB den Inflationsdruck eher aussitzen möchte

4

Fed macht Druck ihre geldpolitische Wende voranzutreiben • Gefahr von Zweitrundeneffekten steigt – auch in Europa • EZB sieht Teuerung eher als temporär an • Expansive Fiskalpolitik wird Inflationsdruck weiter erhöhen • EZB-Zögern birgt Gefahr späterer, starker Zinserhöhung mit anschließenden heftigen Verwerfungen

Inflationsrisiken: EZB muss agieren

6

Seit 2007 ist Inflation höher und instabiler • Rohstoffpreise und extreme Geldpolitik treiben Teuerung und Volatilität • Euro-Länder mit zunehmend ähnlichen Inflationsverlauf • Ukraine-Krise erhöht Risiken für Zweitrundeneffekte • EZB muss geldpolitische Wende vorantreiben

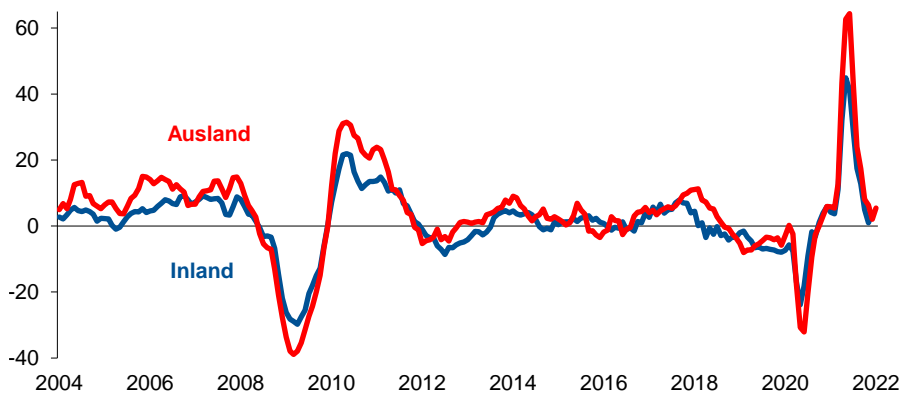
Krieg in der Ukraine: Die Illusion der Kontrolle:

9

Märkte und aktuelle Konjunkturprognosen ignorieren derzeit immense Risiken – sogenannte „schwarze Schwäne“ rücken in den Hintergrund • Glaube des Westens, Kontrolle über das eigene Handeln zu haben – das kann sich schnell als Illusion erweisen

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



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

BIP-Wachstum

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

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

Deutschland: Konjunktur und Branchenausblick im Schatten des Krieges in der Ukraine

Einige Früh- bzw. Stimmungsindikatoren deuten auf einen überschaubaren Einfluss des Ukraine-Krieges hin. So sind die Einkaufsmanager-Indizes nur leicht gefallen und befinden sich weiterhin über dem kritischen Wert von 50 Punkten. Hier scheinen es konkret vor allem Rohstoffpreisanstiege zu sein, die die Stimmung der Unternehmen bestimmen und weniger die geopolitischen Risiken. Der ifo Index bestätigt dieses Bild nur teilweise. So hat sich das ifo Geschäftsklima im März deutlich eingetrübt; der Index sank um 7,7 Zähler, aber die Unternehmen beurteilten dabei ihre aktuelle Lage nur leicht schlechter als im Vormonat. Dagegen sind die Geschäftserwartungen nahezu abgestürzt: der historische Einbruch beträgt 13,3 Zähler. Insgesamt scheinen sich in den Stimmungsindikatoren Konjunktursorgen und positive Impulse durch die Lockerung der Corona-Schutzmaßnahmen zu mischen.

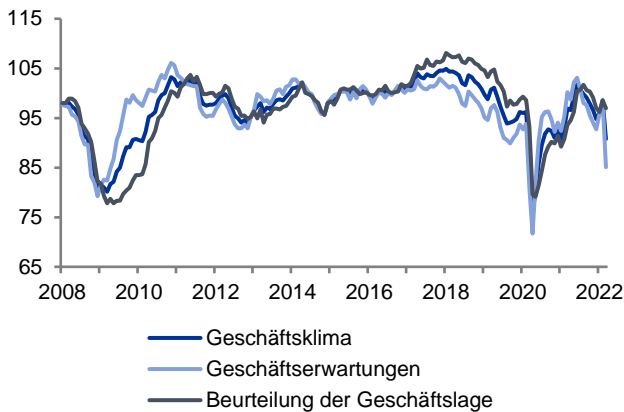
Ausblick für Industriebranchen trübt sich ein

Vor dem Ausbruch des Ukraine-Konflikts wurde für alle Industriebranchen ein robustes Wachstum im Jahr 2022 erwartet. Mit dem Ausbruch des Krieges hat sich der Wachstumsausblick für die deutsche Wirtschaft für 2022 allerdings eingetrübt, und die BIP-Prognosen wurden allgemein um einen Prozentpunkt reduziert – von ca. 3,5 % auf ca. 2,5 %. Diese Eintrübung trifft die Branchen unterschiedlich, je nach ihrer Abhängigkeit vom allgemeinen Konjunkturzyklus. Bei den folgenden Prognosen der IKB wird lediglich der konjunkturelle Einfluss analysiert – Produktionsprobleme infolge von Rohstoffknappheiten oder Lieferengpässen werden hier nicht berücksichtigt.

Während der Einfluss auf die Holz-, Papier- und Chemieindustrie überschaubar bleibt, sind andere Branchen deutlich stärker betroffen: Für Automobil- und Metallindustrie sowie den Maschinenbau muss die Wachstumsprognose aufgrund der veränderten BIP-Wachstumsannahmen kräftiger reduziert werden. Ein Produktionsplus sollte sich auch mit den aktuellen BIP-Prognosen weiterhin ergeben. Sollte sich der BIP-Ausblick allerdings weiter eintrüben, sind sogar Produktionsrückgänge in einigen Branchen nicht auszuschließen.

Auf Grundlage der Wachstumsverluste der Industriebranchen (mittlere Abbildung, S. 3) im Jahr 2022 können folgende angepasste Branchenprognosen (Tabelle unten, S. 3) berechnet werden. Diese neuen Prognosen beinhalten, dass es zu keinen Versorgungsengpässen kommen wird. Der Einfluss des Ukraine-Konflikts reduziert sich demnach auf temporäre Rohstoffpreisanstiege sowie den Einfluss der Sanktionen gegenüber Russland. Angesichts der enormen Unsicherheit haben die Prognosen ein hohes Abwärtsrisiko, vor allem wenn das ifo Geschäftsklima in den kommenden Monaten weiter spürbar nachgeben würde. Dann wären weder die aktuelle BIP-Prognose noch der Branchenausblick haltbar.

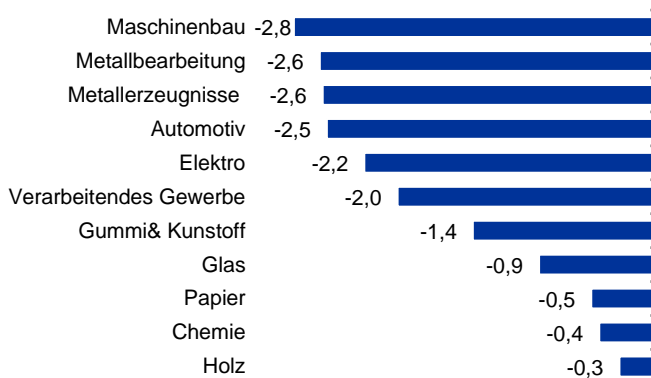
ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



Quelle: Bloomberg



Wachstumsverlust in %-Punkten bei BIP-Wachstumsverlust von 1 %-Punkt



Quelle: IKB-Simulation



Deutschland: Produktionsveränderung in % zum Vorjahr

	2020	2021	2022P
Verarbeitendes Gewerbe	-10,4	4,1	3,5
Holz	5,1	-1,8	1,8
Papier	-4,3	5,2	1,4
Chemie, Pharma	-0,1	5,3	1,6
Gummi und Kunststoff	-8,8	4,9	2,0
Glas und Keramik	-2,5	4,0	1,4
Metallbearbeitung	-13,2	8,8	1,3
Metallerzeugnisse	-11,3	8,4	1,5
Elektroindustrie	-7,4	9,8	1,8
Maschinenbau	-13,5	7,2	4,7
Automotive	-24,2	-6,4	11,0

Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Prognose

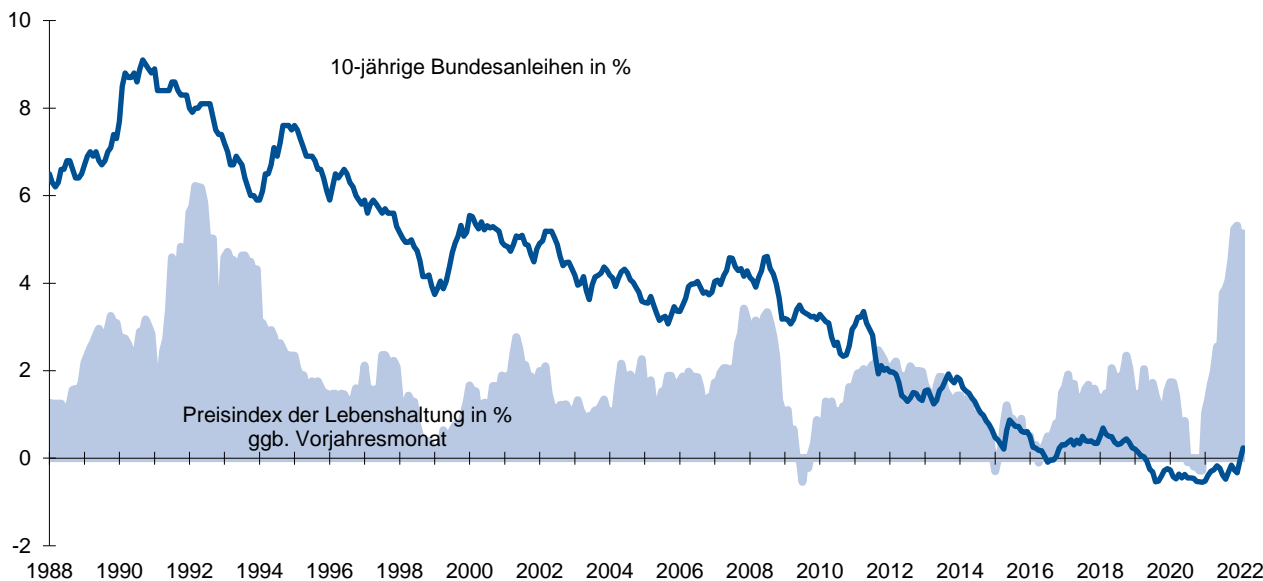


Gewinnwachstum zunehmend unter Druck

Eskalierende Rohstoffpreise und mögliche Versorgungsengpässe belasten die Stimmung in der Realwirtschaft – wenn auch bis dato eher überschaubar. Dennoch ist in den kommenden Monaten mit weiteren Dämpfern bei den Stimmungsindikatoren zu rechnen. Denn der anhaltend hohe und bereits vor der Ukraine Krise eskalierende Kostendruck wird die Margen der Unternehmen zunehmend belasten. Dies gilt vor allem bei weiteren Eintrübungen des Konjunkturausblicks. Während die hohe Inflation die lokale Kaufkraft erodiert, sollte der Export robuster bleiben. Die aktuelle Euro-Schwäche sorgt zwar für höhere Importpreise von Rohstoffen. Exportbranchen mit einem hohen Wertschöpfungsgrad profitieren aber gleichzeitig vom internationalen preislichen Wettbewerbsvorteil. Insgesamt sind vor allem Branchen negativ betroffen, bei denen die Rohstoffkosten einen hohen Anteil an der Wertschöpfung aufweisen. Hierzu gehören vor allem Holz- und Papierindustrie und die Metallerzeugung. Branchen mit hoher Wertschöpfung wie Elektroindustrie, Maschinenbau, Pharmaindustrie und Metallbearbeitung sind hingegen weniger betroffen.

Grundsätzlich wird der Produktionsstandort Deutschland in Anbetracht einer eskalierenden Inflation zunehmend mit steigendem Lohndruck in den Jahren 2022 und 2023 konfrontiert sein. Da Löhne vor allem durch die Inflationsentwicklung bestimmt werden und die demografische Entwicklung das Arbeitskräfteangebot zunehmend limitiert, ist trotz der bis dato moderaten Konjunktüreintrübung von zunehmendem Lohndruck auszugehen – vor allem im Jahr 2023. Sollte sich der Wachstumsausblick weiter eintrüben, ist zudem das Potenzial für Produktivitätssteigerungen begrenzt, was wiederum steigende Lohnstückkosten mit sich bringt. Auch würden die Margen der Unternehmen zunehmend unter Druck geraten. Alles in allem scheint sich somit der Gewinnausblick für den Standort Deutschland trotz eines aktuell immer noch positiven Wachstumsausblicks einzutrüben. Trotz der Prognoseunsicherheiten sollte diese Aussage weiterhin belastbar sein.

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

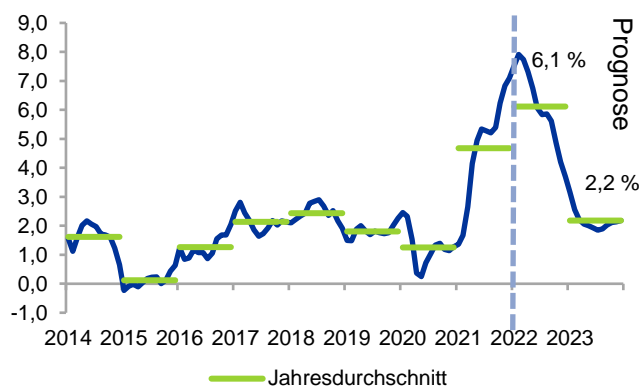


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Geldpolitik: Fed geht in die Offensive, ...

US-Inflation in %



Quellen: Bloomberg; IKB-Prognose



Die Fed macht Druck ihre geldpolitische Wende voranzutreiben. Und dies ist durchaus berechtigt. Die Inflationsrate ist auf fast 8 % angestiegen, und weiterer Inflationsdruck ist angesichts der Energie- und Lebensmittelpreisentwicklung zu erwarten. So geht die IKB von einer Inflationsrate in diesem Jahr von 6,1 % in den USA aus. Zwar wird sich der Teuerungsanstieg im Jahr 2023 legen, auch weil keine weiteren Rohstoffpreiserhöhungen erwartet werden. Die Inflationsrate sollte aber auch im kommenden Jahr auf einem erhöhten Niveau bleiben. Dies gilt auch für die Euro-Zone, wo die Inflationsrate im Jahr 2022 bei über 6,5 % liegen und im Jahr 2023 auf 2,5 % sinken sollte.

Da Geldpolitik einen langen Transmissionsmechanismus hat und die Gefahr von Zweitrundeneffekten in Folge der anhaltend hohen Inflationsrate zunimmt, ist ein frühes Handeln der Notenbanken angesagt – insbesondere, weil die Zinsen auf beiden Seiten Atlantiks auf niedrigen Niveaus sind – vor allem im Vergleich zur Inflationsrate. So signalisiert die Fed mehrere und bis zu 50 bp große Zinsschritte, die die Fed Funds Rate auf über 2 % bis Ende 2022 anheben sollte. Das lange Ende der US-Zinskurve hat darauf sichtlich reagiert und so eine spürbare geldpolitische Straffung bereits eingeleitet. Weiteren Gegenwind wird das US-Wachstum von der hohen Inflation vor allem im Jahr 2022 erhalten, da sie zu einem deutlichen Rückgang des realen Einkommens führt. So hat die seit Mitte 2021 ansteigende US-Inflationsrate auch das Konsumentenvertrauen in den USA spürbar belastet. In Folge hat die US-Notenbank ihre Wachstumsprognosen für dieses Jahr merklich abwärts korrigiert. Dies hat sie aber nicht daran gehindert, die geldpolitische Wende nochmals zu beschleunigen. Im Gegenteil: Es gilt die Preisanstiege zu bekämpfen, damit die Kauflaune und Kaufkraft des US-Konsumenten nicht zu sehr leiden.

Ganz anders in der Euro-Zone. Hier überrascht zwar der Inflationsdruck nun auch schon länger. Doch noch immer sieht die EZB die starke Teuerung als eher temporär an und erkennt noch keine Zweitrundeneffekte, wie zum Beispiel eskalierende Lohnforderungen. Doch je länger die Inflation nach oben überrascht, desto weniger glaubwürdig ist diese Annahme, da sich der Preisbildungsprozess in der Wirtschaft anpasst und Inflation mehr und mehr ein bestimmender Faktor für Löhne wird.

... während die EZB den Inflationsdruck lieber aussitzen möchte

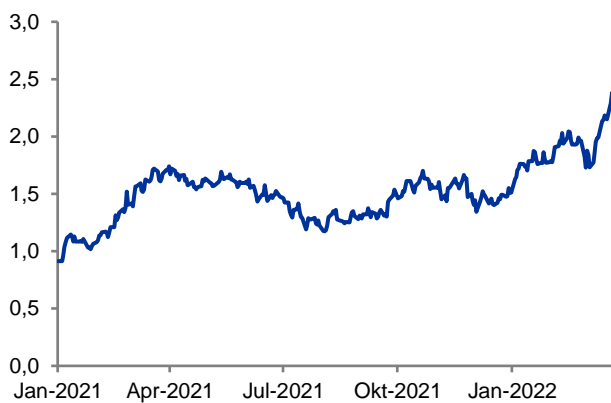
Euro-Zone: Inflationsrate in %



Quellen: Eurostat; IKB-Prognose



Renditen 10-jähriger US-Treasury, in %



Quelle: Bloomberg



iTraxx Europe, Sub-Investment, bps



Quelle: Bloomberg



Auch basieren Inflationserwartungen dann immer weniger auf dem Inflationsziel von 2 %, sondern auf der eigentlichen und deutlich höheren Inflationsrate. Doch noch hält sich die EZB eher bedeckt und strebt eine Beendigung der Ankaufprogramme erst im September 2022 an. Inzwischen wird aber auch in der Euro-Zone von ein bis zwei Zinsanhebungen bis Ende 2022 bzw. Anfang 2023 und somit von einem absehbaren Ende der negativen Zinsen ausgegangen. Allerdings signalisieren diese Erwartungen alles andere als eine effektive geldpolitische Straffung. Denn inflationsbereinigt sind die Zinsen weiterhin tief im negativen Bereich. So ist die Einschätzung weiterhin, dass der Inflationsdruck auch ohne eine Abkühlung bzw. spürbare Intervention durch die Notenbank nachlassen wird. Doch zu welchem Maße dies nicht nur für die allgemeine Inflationsrate – die aktuell von Rohstoffpreisen getrieben ist – sondern auch für den unterliegenden Inflationsdruck bzw. die Kerninflationsrate gilt, ist weniger eindeutig.

Das zunehmende Risiko von Zweitrundeneffekten, auch in Folge einer weiterhin expansive Fiskalpolitik und einem positiven Konjunkturausblick für 2023 ist für die Euro-Zone nicht von der Hand zu weisen. So besteht die Gefahr, dass die EZB angesichts ihrer niedrigen Zinsen und ihres zögerlichen Handelns womöglich zunehmend unter Handlungsdruck gerät. Dies würde spürbar höhere Zinsen in der Zukunft notwendig machen, um die eskalierende Inflationsrate in den Griff zu bekommen. Hat das Inflationsziel von 2 % noch Relevanz, so mag die aktuelle wie daraus folgende Geldpolitik alles andere als stabilisierend wirken. Das Risiko von potenziellen Verwerfungen auf den Finanzmärkten ist demnach nicht zu banalisieren, vor allem nach Jahren der aktiven Intervention mittels Ankaufprogrammen der EZB.

Der Ukraine-Krieg bekräftigt diese Einschätzung, birgt er doch die Gefahr von weiteren Angebotschocks für die europäische Wirtschaft. Mit einer expansiven Fiskalpolitik werden diese den Inflationsdruck weiter erhöhen. Dies ist eine Lehre aus der Corona-Pandemie. Zwar hat der wirtschaftliche Einbruch im zweiten Quartal 2020 die Inflation einbrechen lassen. Dies war jedoch von kurzer Dauer, da die Fiskal- und Geldpolitik die Nachfrage in der Wirtschaft hochgehalten und so ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage verursacht hatten.

Inflationsrisiko: EZB muss agieren

Fazit: Die Inflationsrate der Euro-Zone war zwar seit 2007 im Durchschnitt niedriger als in den ersten Jahren nach der Euro-Einführung. Doch sie zeigt sich seitdem auch um Einiges instabiler, und es besteht die Gefahr, dass eine konstante Inflationsrate kaum noch zu erreichen ist. Denn temporäre Schocks – wie aktuell die Ukraine-Krise – sorgen nicht nur für kurzfristige Inflationsanstiege, sondern haben auch einen spürbar nachhaltigen Einfluss. Diese hohe Volatilität wird wiederum von einem nennenswert stärkeren Gleichlauf der Länder-spezifischen Inflationsraten getrieben. Rohstoffpreisveränderungen scheinen ein entscheidender gemeinsamer Treiber hierfür zu sein, zumal die Geldpolitik oft passiv bleibt.

Soll das Inflationsziel relevant und plausibel bleiben, muss die EZB die nun schon seit rund 15 Jahren anhaltende Inflationsdynamik verändern. Im aktuellen Umfeld hoher Inflationsrisiken heißt dies, die geldpolitische Wende voranzutreiben, auch wenn sich die Teuerungsrate auf Sicht wieder legen sollte. „Gegensteuern“ und nicht „Aussetzen“ sollte die Devise sein.

Ein Inflationsziel – zwei Welten

In den ersten Jahren seit der Euro-Einführung (2000 bis Mitte 2007) war die Inflationsrate in der Währungsunion stabil. Der Durchschnittswert lag leicht über 2 % und die Standardabweichung lag bei 0,3. Das Inflationsziel von knapp unter 2 % war deshalb kurz- und mittelfristig als Anker für Inflationserwartungen wirksam. Seit 2007 hat sich dieses Bild grundsätzlich geändert. Die Volatilität bzw. Standardabweichung ist auf 1,15 angestiegen, die Inflationsrate ist durchschnittlich auf unter 1,5 % gesunken. Die Teuerung verlief in einer Bandbreite zwischen 0 und 4 % oder sogar darüber. Seit 2007 zeigt die Inflationsrate zudem deutlich höhere systematische Abweichungen von ihrem Durchschnittswert. Die Inflationsdynamik führt zu länger anhaltenden Über- und Unterschreitungen des Ziels bzw. des Durchschnitts. **Statistische Tests zeigen sogar, dass die Dynamik im Gegensatz zu der Zeit vor dem Jahr 2007 eher auf eine instabile oder nicht-stationäre Zeitreihe hinweist.**

Abb. 1: Inflationsrate der Euro-Zone in %



Quelle: Eurostat

Durchschnittswerte sowie Inflationsziele sind in diesem Fall nicht mehr stabil und damit relevant. Der historische Mittelwert oder ein Inflationsziel wären damit nicht mehr korrekte Erwartungswerte. Die Inflationsdynamik seit 2007 ist nicht nur deutlich volatiler; sie ist auch nicht mehr konsistent mit dem Inflationsziel. Deshalb ist es nicht verwunderlich, dass die EZB seit der Neuausrichtung ihrer geldpolitischen Strategie ein mittelfristiges Inflationsziel anstrebt. Denn die Geldpolitik hat einen relativ langen Transmissionsmechanismus. Dennoch ist für den Erfolg eines Inflationsziels ein ausreichender Notenbankeinfluss dahingehend sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate zumindest Richtung Inflationsziel bewegt. Eine Inflationsrate kann zwar längere Zeit über oder unter dem Ziel liegen. Es muss aber eine klare, wenn auch länger dauernde Konvergenz zum Inflationsziel zu erkennen sein. Da eine solche Entwicklung seit 2007 nicht mehr besteht, deutet die Nicht-Annäherung auf eine zu passive Geldpolitik hin: Ein Inflations- oder Deflationsschock wird nicht ausreichend bzw. zeitig bekämpft, um zumindest langfristig eine stabile Inflationsrate sicherzustellen. Ohne Konvergenz können Inflationsschocks jedoch auch nicht mehr als temporär gesehen werden.

Die jüngsten Inflationsentwicklungen bestätigen diese Einschätzung: Ohne eine effektive Gravitation zum Inflationsziel mit Hilfe der Notenbank führen Preisschocks zu einer länger anhaltenden Inflationszunahme. Bleibt die Teuerung trotz Gegenbewegungen wie Rohstoffpreissrückgängen bestehen, sind unausweichlich drastische geldpolitische Maßnahme erforderlich – wenn denn das Inflationsziel weiter von Bedeutung sein soll (siehe auch *IKB-Kapitalmarkt-News* „*Wo bleibt der Glaube an das Inflationsziel*“). Ein größerer Inflationsdruck infolge des Ukraine-Konflikts sollte die EZB deshalb umso mehr nötigen, ihre Wende hin zu einer neutraleren Geldpolitik voranzutreiben. Dies gilt gerade im Kontext der seit 2007 eher instabilen Inflationsrate.

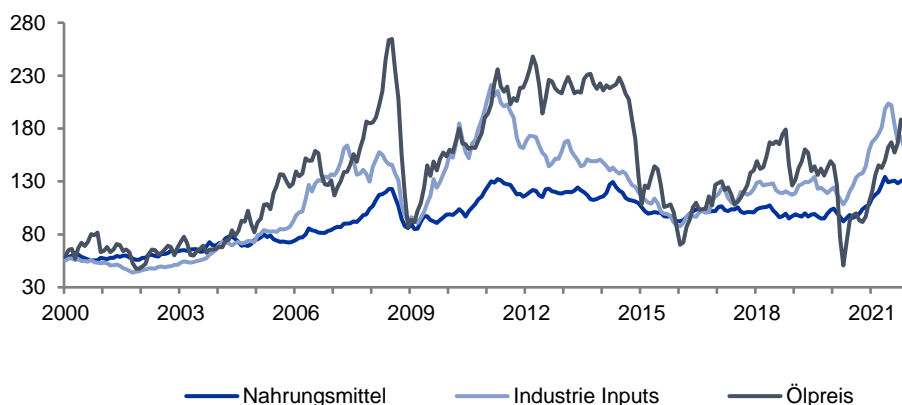
Rohstoffpreise und extreme Geldpolitik treiben Gleichlauf und hohe Volatilität

Trotz der hohen Volatilität ist eine deutlich größere Korrelation zwischen den Inflationsraten einzelner Euro-Länder und jener der Euro-Zone erkennbar. Der Korrelationskoeffizient ist im Schnitt von 0,5 auf 0,85 angestiegen. So mag die Inflationsrate in der Euro-Zone seit 2007 zwar um einiges volatil ausfallen; diese Volatilität geht aber mit einem stärkeren Gleichlauf der Inflationsraten einher. Denn der Inflationsverlauf der Euro-Zone wird zunehmend von allen Euro-Ländern geteilt, was die Euro-Inflationsrate trotz ihrer Volatilität immer mehr zu einem Anker für länderspezifische Inflationserwartungen macht. Dies sollte die Geldpolitik dahingehend vereinfachen, dass eine einheitliche geldpolitische Ausrichtung möglich ist.

Warum zeigen die Euro-Länder einen spürbaren Gleichlauf untereinander und damit auch zu der Inflationsrate der Euro-Zone? Seit 2007 scheinen es vor allem systematische und damit für alle Länder geltende Entwicklungen zu sein, die die Inflationsraten in der Euro-Zone prägen. So haben Inflationsschocks einen ähnlichen Verlauf der Inflationsraten verursacht. Das heißt: Bedeutende Inflation- und Deflationstreiber in einzelnen Ländern waren in den letzten Jahren vor allem die Folge von systematischen und nicht-länderspeziellen Entwicklungen. Hierzu gehören zum Beispiel die Entwicklung der Rohstoffpreise und des Euro-Devisenkurses. Aber auch die Notenbankpolitik zählt dazu. Schließlich hebt die Flut alle Boote – ein Fluten der Märkte und Volkswirtschaften mit Liquidität und eine durch die Notenbank finanzierte expansive Fiskalpolitik sorgen in allen Ländern der Euro-Zone für Inflationsdruck. Somit ist auch zu vermuten, dass der Einfluss der Rohstoffpreise auf die Inflation durch die unterstützende Geldpolitik vergrößert wurde und so den Gleichlauf der länderspezifischen Inflationsraten verursacht hat. Dies hat wiederum zu größeren Amplituden bei der Euro-Inflation geführt.

Mit Hilfe des statistischen Verfahrens der Hauptkomponentenzerlegung können viele Variablen zu wenigen Hauptkomponenten zusammengefasst werden. So lassen sich statistisch gemeinsame Treiber für die unterschiedlichen Inflationsraten der Euro-Zone ermitteln. Ist die Anzahl dieser voneinander unabhängigen Treiber um einiges geringer als die Anzahl der analysierten Inflationsraten, deutet dies auf eine starke Gemeinsamkeit bzw. einen Gleichlauf der Inflationsraten hin.

Abb. 2: Weltweite Rohstoffpreise, 2015 = 100



Quelle: IMF

Um für die Periode 2000 bis 2007 rund 80 % der Bewegungen in der Inflationsrate der elf größten Euro-Länder erklären zu können, bedarf es gemäß der Hauptkomponentenzerlegung vier Treiber. Anders ausgedrückt: Um die einzelnen Inflationsraten der Euro-Länder durch systemische Einflüsse ausreichend zu beschreiben, werden statistisch betrachtet mindestens vier unterliegende und unabhängige Gründe benötigt. Die Inflationsraten der Euro-Länder vor 2007 entwickelten sich also eher individuell.

Seit 2007 ergibt sich ein deutlich anderes Bild: Allein der bedeutendste gemeinsame Bestimmungsfaktor erklärt laut Hauptkomponentenzerlegung statistisch fast 80 % der Bewegungen in den Inflationsraten. Dies geht einher mit einem außerordentlich starken und systemischen Gleichlauf.

Doch was ist dieser Treiber? Was hat die Inflationsraten in der Euro-Zone so homogen gemacht? Rohstoffpreise und der Euro-US-Dollar-Kurs sind systematische Faktoren, die alle Länder beeinflussen. Wertet der Euro-Kurs ab, führt dies zu importiertem Preisdruck in allen Euro-Ländern. Doch dies war auch schon vor 2007 der Fall. Empirische Analysen deuten jedoch daraufhin, dass seit 2007 Einfuhrpreise über 50 % des dominierenden gemeinsamen Treibers aller Inflationsraten erklären. Importpreise werden wiederum durch Rohstoffpreise maßgeblich bestimmt und diese zeigen seit 2007 eine sichtbar höhere Volatilität – wie die Inflationsrate der Euro-Zone. So haben große Schwankungen der Rohstoffpreise maßgeblich dazu beigetragen, dass die Inflationsraten der Euro-Länder einen starken Gleichlauf aufweisen und die Inflationsrate der Euro-Zone eher instabil geworden ist. Diese Entwicklung wurde durch eine außerordentlich expansive Geld- und Fiskalpolitik verstärkt, die den Preisschocks weiteren Auftrieb gegeben haben, auch und gerade aktuell. Schließlich war der Rohstoffpreisanstieg im Jahr 2021 weniger stark als in den Jahren 2008 oder 2010 bis 2014.

Einschätzung: Risiken von Zweitrundeneffekten steigen, gerade wegen der Ukraine Krise

Rohstoffpreise und Geldpolitik haben in den letzten 15 Jahren entscheidend dazu beigetragen, dass die Inflationsraten der Euro-Länder synchroner verliefen als in den ersten fünf Jahren nach Euro-Einführung. Ein starker Gleichlauf in den Euro-Ländern macht die Inflationsrate der Euro-Zone zu einem relevanten Anker für alle Euro-Länder – und damit auch für die Geldpolitik. Das führt deshalb zu keinem Konflikt zwischen den Euro-Ländern, wie es womöglich bei unterschiedlichen Inflationsdynamiken möglich wäre.

In Kombination mit der expansiven Geldpolitik seit der Finanzkrise haben die Rohstoffpreise aber auch zu einer spürbar instabileren Inflationsrate geführt. So bestätigt die Inflationsdynamik seit 2007 eine eher passive Geldpolitik. Die Inflationsdynamik lässt aber auch vermuten, dass Inflationsschocks immer weniger als temporär angesehen werden können. Deshalb besteht ein zunehmendes Risiko für Zweitrundeneffekte. Der Ukraine-Konflikt erhöht das Inflationsrisiko zusätzlich, da Preisschocks durch Sanktionen und Gegenmaßnahmen länger anhaltende Folgen zeigen – gerade im aktuellen Umfeld einer bereits hohen Inflationsrate. Dies gilt vor allem auch deshalb, weil die erwartete geldpolitische Wende kaum einen abkühlenden Einfluss auf die Wirtschaft und damit auf die Inflation haben sollte – selbst bei einer Beendigung der Krisenpolitik im Verlauf des Jahres 2022. Schließlich erwartet aktuell niemand positive reale Zinsen.

Um das Inflationsziel der Euro-Zone als relevanten Anker für Inflationserwartungen zu sichern, muss die EZB die Inflationsdynamik der letzten 15 Jahre verändern und ihre geldpolitische Strategie ändern. Das heißt, sie muss auf Inflationsschocks stärker reagieren, als sie es bis jetzt getan hat, um die hohe Volatilität und Instabilität der Inflationsrate zu brechen. Das Fokussieren auf die mittelfristige Inflationsrate, um Zeit zu gewinnen, erhöht das Inflationsrisiko und damit die Gefahr einer am Ende deutlich strengeren geldpolitische Ausrichtung – wenn das Inflationsziel von 2 % erreicht werden soll. Angesichts der Dynamiken der europäischen Inflationsrate ist die EZB deshalb gut beraten, den aktuellen Inflationsdruck nicht als einen weiteren temporären Schock zu banalisieren. Gegensteuern und nicht aussitzen muss das Motto sein – gerade, wenn die EZB ein langfristiges Inflationsziel verfolgt.

Krieg in der Ukraine: Die Illusion der Kontrolle

Fazit: Die Märkte bekommen so langsam wieder Risikoappetit. Die neue Normalität der russischen Aggression sowie die Gegenreaktion vieler Länder scheinen zunehmend kalkulierbar zu sein. Dies ist zumindest aus den aktuellen Konjunkturprognosen sowie von den Entwicklungen auf den Finanzmärkten abzuleiten. Die Wahrscheinlichkeit extremer Ereignisse oder von Unfällen – sogenannte „Schwarze Schwäne“ – scheint in den Hintergrund zu rücken, während der Glaube an die Wirksamkeit von Sanktionen und an das eigene Handeln zunehmen.

Doch die Geschichte lehrt, dass die Kontrolle über das eigene Handeln und dessen Folgen oftmals eine Illusion darstellen. Trotz des Konsenses in den westlichen Industriestaaten bleibt die zukünftige Ausgestaltung der Weltwirtschaft größtenteils ungewiss.

Die letzten Jahre waren durch mehrere „Black Swan“-Ereignisse gekennzeichnet, also Entwicklungen, die eigentlich nicht hätten stattfinden „sollen“. Hierzu gehören der Brexit ebenso wie die Präsidentschaft von Trump. Die Ukraine-Krise und die Corona-Pandemie sind weitere Beispiele. Die Annahme, der Worst Case würde schon nicht eintreten, führte jeweils zu falschen Einschätzungen sowie Rückschlüssen und erhöhte damit die Eintrittswahrscheinlichkeit eines unvorhergesehenen Ausgangs. So wurde etwa der Brexit erst dadurch möglich, weil dessen Gegner nicht zur Wahl gingen, da sie von ihrem sicheren Sieg ausgingen.

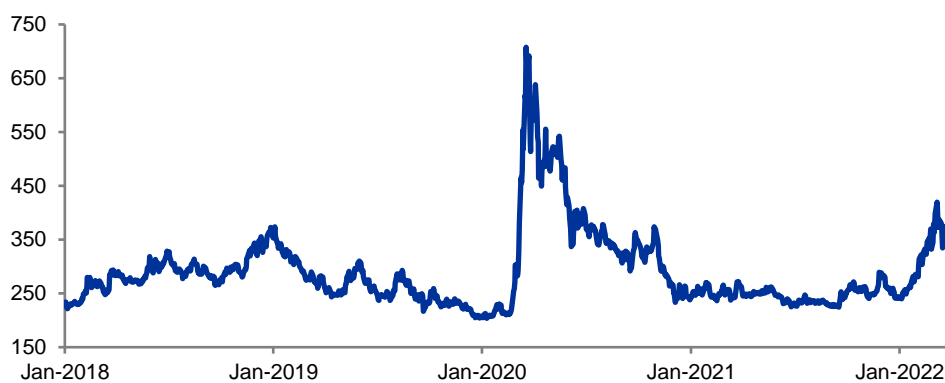
Aktuell ist zu beobachten, dass eskalierende Sanktionen unvorhersehbare Aktionen und Gegenreaktionen mit sich bringen, die die wirtschaftliche und gesellschaftliche Entwicklung in Europa und darüber hinaus grundsätzlich und nur schwer einschätzbar verändern werden. So mag die Intention der Sanktionen immer wieder betont werden; dies sollte jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Folgen dieser Sanktionen und des Konflikts aktuell nicht abschätzbar sind, geschweige denn von den Entscheidungsträgern bestimmt werden. Zudem ergeben sich viele neue und unvorhersehbare Entwicklungen, die durch den Krieg in der Ukraine angestoßen werden, und die nur ansatzweise in die politischen Überlegungen einfließen. Dazu gehören etwa die neue Achse aus Russland und China und ggf. Indien, deutlich höhere Verteidigungsausgaben, weiter steigende europäische Schuldenquoten und die beschleunigte Festigung der EU-Fiskalunion durch die breite Nutzung von EU-Anleihen. Hier scheint sich der Krieg in der Ukraine nach der Pandemie als weiterer Katalysator zu entwickeln **Auch wenn durch den Begriff der Zeitenwende dramatische Veränderungen angedeutet werden und so zu einem Aktionismus in der europäischen Politik führt, die konkrete Ausgestaltung dieser Wende bleibt unsicher. Denn weder wird sie allein von Europa bestimmt, noch sind die kurz- und langfristigen Folgen der aktuellen Entwicklung greifbar.**

So dominiert aktuell eine falsche Einschätzung über die Konsequenzen des eigenen Handelns, von der Kontrolle darüber ganz zu schweigen. Denn immer mehr Maßnahmen gegen Russland können zu unerwarteten Reaktionen führen, auch auf globaler Ebene. Aktuell wird dies banalisiert – im Glauben, Putin bzw. Russland habe wenig entgegenzusetzen und durch harte Sanktionen sei ein klarer Weg zum Frieden vorgegeben. Verbreitet ist auch die Annahme, es gäbe keine Alternativen zu diesen Aktionen. Schließlich will die NATO nicht in den Krieg gezogen werden. **Doch die Gefahr von „Unfällen“ und „Kontrollverlusten“ steigt bei zunehmendem Aktionismus.** So besteht zwar die Überzeugung, die NATO aus dem Krieg in der Ukraine heraushalten zu können. Doch wie wenig beherrschbar die aktuelle Situation ist, zeigt die Geschichte. Rückblickend mag man sich etwa die Frage stellen, wie ein Attentat in Sarajevo im Jahr 1914 die gesamte Welt in den Krieg stürzen konnte. Letztendlich war es damals eine Folge von Aktionen und Reaktionen, bei denen europäischen Monarchen die Kontrolle über die Situation nach und nach verloren. Es waren kleine Schritte, die die Situation grundlegend veränderten – ohne dass es den Spielern bewusst war. Ähnliches gilt für die Nato: Auch wenn sie keine Kriegspartei sein will, letztendlich bestimmt Russland über die Beteiligung der Nato am Krieg. Wir erinnern uns an Roosevelt und seine Versprechen gegenüber den US-Bürgern, die USA aus dem zweiten Weltkrieg herauszuhalten. **Eine Sicherheit darin zu sehen, dass die Nato sich auf ihre Selbstverteidigung beschränkt, ist demnach eine Illusion, ebenso wie das Vertrauen in Putin, die Nato nicht hineinzuziehen. Denn auch er kann einen „Unfall“ oder unvorhersehbare Entwicklungen nicht verhindern.**

In der Corona-Pandemie wurde viel über extreme Entwicklungen geschrieben. Die Unsicherheit war aber geringer als aktuell – zumindest nach dem zweiten Quartal 2020. Schließlich ließen sich anhand der Infektionsentwicklung verschiedene Szenarien ermitteln, wie schlimm es kommen könnte. Auch hat der Lock-down die Ausbreitung des Virus wie geplant eingedämmt, während die Entwicklung von wirksamen Impfstoffen nur eine

Frage der Zeit war. Vergleichbare Gewissheiten existieren aktuell nicht. **Somit mag es zwar eine Grunderwartung einer perspektivischen Normalisierung geben. Die Wahrscheinlichkeiten hierfür sind jedoch schwer abzuschätzen. Dennoch schätzen die Finanzmärkte das Risiko als zunehmend überschaubar ein.** Denn aktuell deuten die Wachstumsprognosen für Deutschland ebenso wie Entwicklungen auf den Finanzmärkten auf überschaubare Risiken bzw. eine greifbare Wirtschaftsentwicklung hin. So wurde das zu erwartende BIP-Wachstum für dieses Jahr im Schnitt um 1 bis 2 Prozentpunkte reduziert – was aufgrund der hohen Wachstumsprognose zu Anfang des Jahres vernachlässigbar ist. Für das Jahr 2023 wird allgemein von einer Rückkehr zur Normalität mit hohem Wachstum ausgegangen. Es existieren zwar verschiedene Szenarien, doch diese vermitteln ein falsches Bild von Sicherheit, da von beherrschbaren Entwicklungen ausgegangen wird. Erwartungswerte und Szenarien spiegeln nicht alle möglichen Entwicklungen, während deren Eintrittswahrscheinlichkeiten nicht bestimmt werden können. **Die Entwicklungen bzw. Erwartungen der Finanzmärkte sollten deshalb ebenso wenig wie die aktuellen Konjunkturprognosen zu der Einschätzung verleiten, das Risiko des Erscheinens von weiteren schwarzen Schwänen sei überschaubar bzw. eine Rückkehr zur „Normalität“ sei eingeleitet.**

Abb. 1: Risikoprämien – iTraxx Europe, Sub-Investment, bp



Quelle: Bloomberg

Der Ansatz, immer mehr Sanktionen erhöhten die Eintrittswahrscheinlichkeit des gewünschten Ziels, ist gefährlich, da es zunehmend zu unerwarteten Gegenreaktionen inner- und außerhalb Russlands führen kann. Abgesehen von Versorgungsengpässen werden diese aktuell banalisiert. Doch auch hier sieht sich die Politik in Sicherheit: Niemand glaubt, Putin werde den Gashahn „wirklich“ zudrehen. Mittelfristig wird davon ausgegangen, die Konsequenzen seien nicht nur überschaubar, sondern vor allem auch planbar. Die Forderung Putins, die Zahlungen von Gaslieferungen in Rubel zu leisten, zeigt aber, dass dem nicht so ist. Die Bundesregierung hat das abgelehnt – mit der Begründung, es gäbe Verträge, die zu erfüllen seien – in Zeiten des Krieges mit unterschiedlichen Interessen ein wenig stichhaltiges Argument.

War der Gedanke eines Global Village, das durch eine globale Vernetzung von Interessen eine stabilere Weltlage sicherstellt, ebenfalls eine Illusion? Sicherlich hat sich der Gedanke, infolge von globalen Vernetzungen könne es zu keinem multilateralen Krieg mehr kommen, als falsch herausgestellt. Tatsächlich könnte ein hohes Maß an globaler Vernetzung und die damit einhergehende größere Bedeutung von Sanktionen das Risiko von eskalierenden Konflikten sogar erhöhen. **Zwar ist die Hürde für Konflikte infolge der Globalisierung vielleicht höher geworden; das Eskalationspotenzial aufgrund des größeren Hebels von Sanktionen aber offenbar auch.** Dies gilt für Einschränkungen im Handel mit Gütern und Technologien ebenso wie für Kapitalbewegungen und den Zugang zum globalen Finanzsystem. Letzteres zu kontrollieren, scheint aktuell am effektivsten zu wirken.

Empfohlene weitere Literatur:

[War in Ukraine Has Russia's Putin, Xi Jinping Changing the World Order - Bloomberg](#)

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

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

	31. Mrz	Ende Q2 2022	Ende Q3 2022	Ende 2022
3M-Euribor	-0,46	-0,40	-0,25	-0,05
3M-USD-Libor	1,01	1,05	1,55	2,35
10-Jahre Bund	0,58	0,50	0,70	0,90
10-Jahre U.S. Treasury	2,32	2,30	2,40	2,60

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

	31. Mrz	Mitte 2022	Ende 2022	Ende 2023
EUR/USD	1,11	1,09	1,12	1,16
EUR/GBP	0,85	0,83	0,84	0,87
EUR/JPY	135	130	128	135
EUR/CHF	1,03	1,05	1,08	1,10
EUR/HUF	370	375	370	369
EUR/CZK	24,4	24,8	25,1	25,8
EUR/TRY	16,3	16,0	16,5	19,0
EUR/PLN	4,66	4,70	4,75	4,60
EUR/RUB	91,4	95,0	90,0	93,0
EUR/MXN	22,1	22,5	23,0	25,4
EUR/ZAR	16,2	16,8	17,5	19,0
EUR/CNY	7,04	7,05	7,15	7,30
EUR/CAD	1,39	1,40	1,42	1,44
EUR/AUD	1,48	1,50	1,56	1,56

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) 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