

# IKB Barometer

## Konjunktur- und Zinsperspektiven

Februar 2023

### Deutsche Konjunktur: Stimmungsaufhellung geht an vielen Industriebranchen vorbei 2

Aufhellung des ifo Geschäftsklimas kein Signal für Konjunkturbelebung • Neubewertung der Risiken bewirkte Stimmungsverbesserung • Aktuelle Industriedaten deuten eher auf schwachen Verlauf hin • Konjunktureller Gegenwind kommt zudem von restriktiver Geldpolitik

### Geldpolitische Straffung: Es steht viel auf dem Spiel 5

Schuldentragfähigkeit einzelner Euro-Länder erfordert niedrige Zinsen • Stabilisierung der Schuldenquote durch Inflation ist keine nachhaltige Lösung • EZB-Zinserhöhung grundsätzlich keine Gefahr für staatlichen Finanzstatus • Sofern zu expansive Fiskalpolitik EZB nicht zu drastischen Zinserhöhungen zwingt

### China: mehr und nicht weniger Vernetzung ist notwendig 8

Die chinesische und die deutsche Volkswirtschaft sind integrale Bestandteile globaler Wertschöpfungsketten • Es bestehen gegenseitige Abhängigkeiten • Stabile und belastbare deutsche Lieferketten benötigen mehr partnerschaftliches Denken und kein Streben nach Unabhängigkeit von China

### EZB-Geldpolitik: weiter so! 11

Strukturelle Herausforderungen dürften den Inflationsdruck erhöhen • Aber eine langfristige höhere Inflation ergibt sich daraus nicht • Die Frage ist vielmehr, wie hoch der neutrale Zinssatz der Geldpolitik und damit die Leitzinsen steigen werden

#### Volkswirtschaft und Research, IKB Deutsche Industriebank AG

##### Dr. Klaus Bauknecht

*Chefvolkswirt*

+49 211 8221 4118

[Klausdieter.Bauknecht@ikb.de](mailto:Klausdieter.Bauknecht@ikb.de)

##### Dr. Carolin Vogt

+49 211 8221 4492

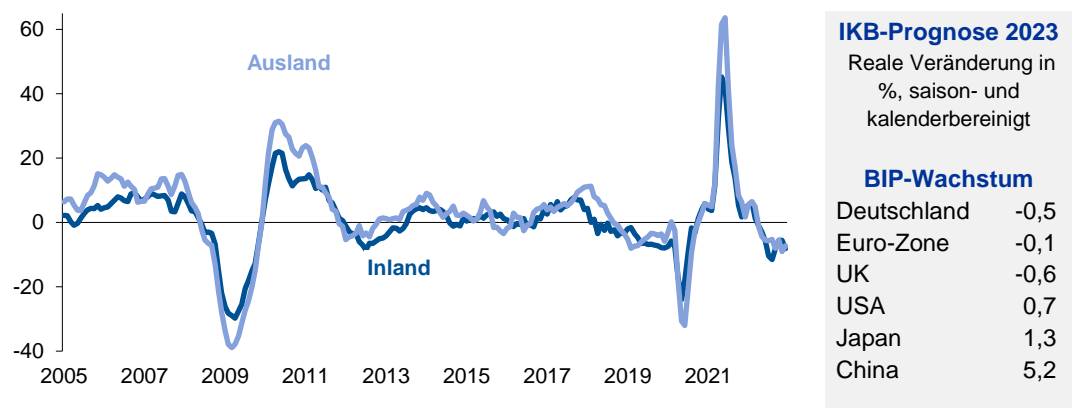
[Carolin.Vogt@ikb.de](mailto:Carolin.Vogt@ikb.de)

##### Eugenia Wiebe

+49 211 8221 3174

[Eugenia.Wiebe@ikb.de](mailto:Eugenia.Wiebe@ikb.de)

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



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

## Deutsche Konjunktur: Stimmungsaufhellung geht an vielen Industriebranchen vorbei

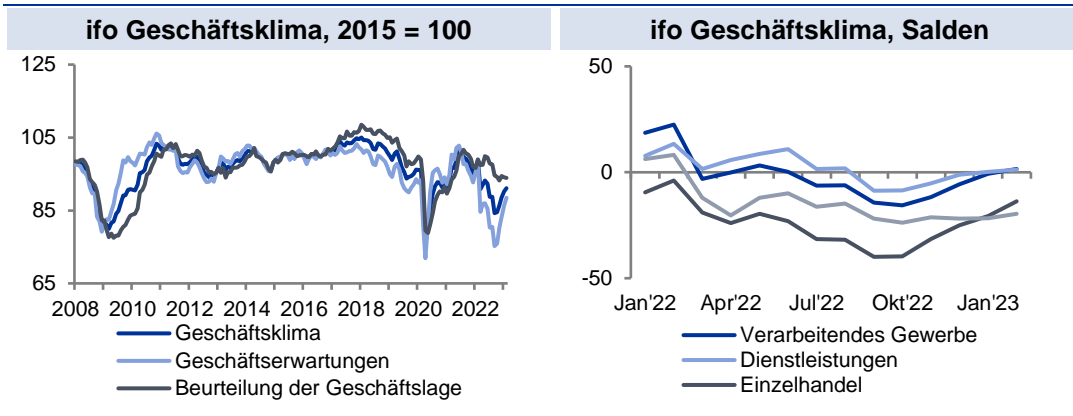
Die Stimmung der deutschen Unternehmen hellt sich weiter auf. So hat sich das ifo-Geschäftsklima im Februar, wie erwartet, zum fünften Mal in Folge verbessert und bestätigt eine Neubewertung des kurzfristigen Konjunkturausblicks durch die Unternehmen bzw. das Abklingen von Risiken. Das ifo Geschäftsklima ist im Februar auf 91,1 Punkte gestiegen, ein Plus von einem Punkt gegenüber Januar. Insbesondere die Erwartungen hellten sich auf. Die aktuelle Lage wurde hingegen etwas weniger gut beurteilt. In den einzelnen Wirtschaftssektoren – Industrie, Dienstleistungen, Handel und Bau – zeigt sich ein ähnliches Bild: verbesserte Erwartungen, aber eine leicht schlechtere Lagebeurteilung. Die Industrieunternehmen verzeichneten zudem weniger Neuaufträge.

Die anhaltende Stimmungsverbesserung war nach dem deutlichen Einbruch des ifo Index und dem milderen Verlauf der Energiekrise zu erwarten. Hinzu kommt eine stetige Entspannung bei den Lieferketten sowie bei den Rohstoffpreisniveaus. Auch in den kommenden Monaten sollten diese Treiber die Stimmungsaufhellung unterstützen. Allerdings trübt sich bereits das zweite Mal in Folge die Einschätzung zur aktuellen Lage ein. Aktuell korrigieren zwar die Erwartungen, was angesichts des Abklingens einer möglichen Energiekrise nicht verwunderlich ist. Die Realitäten holen allerdings mehr und mehr die Stimmungsaufhellung ein.

In den kommenden Monaten ist deshalb davon auszugehen, dass die Stimmung wieder kippen wird. Dies sollte jedoch zu keinem Einbruch des ifo Geschäftsklimas führen. Schließlich ist die Ursache hierfür kein Schock, sondern eine sich ausbreitende konjunkturelle Eintrübung.

Für konjunkturellen Gegenwind sorgt vor allem die geldpolitische Straffung – auch, weil der Zinshöhepunkt der EZB voraussichtlich erst Mitte 2023 erreicht sein sollte. Lag der Einlagenzinssatz im Juni 2022 noch bei -0,5 %, so sollte er ein Jahr später bei über 3 % liegen. Diese deutliche geldpolitische Straffung zeigt sich bereits in der Kreditvergabe. Ebenso schrumpft die preisbereinigte Geldmenge in der Euro-Zone deutlich, und das nominale Wachstum lässt spürbar nach. Zudem sind in Deutschland bereits rückläufige Volumina bei Immobilien- sowie Unternehmenskrediten erkennbar; eine Entwicklung, die in den kommenden Monaten weiter an Fahrt aufnehmen wird. Grundsätzlich braucht die Geldpolitik Zeit, bis sich ihre Maßnahmen in realwirtschaftlichen Größen wie Nachfrage, Kapazitätsauslastung und Inflation zeigen.

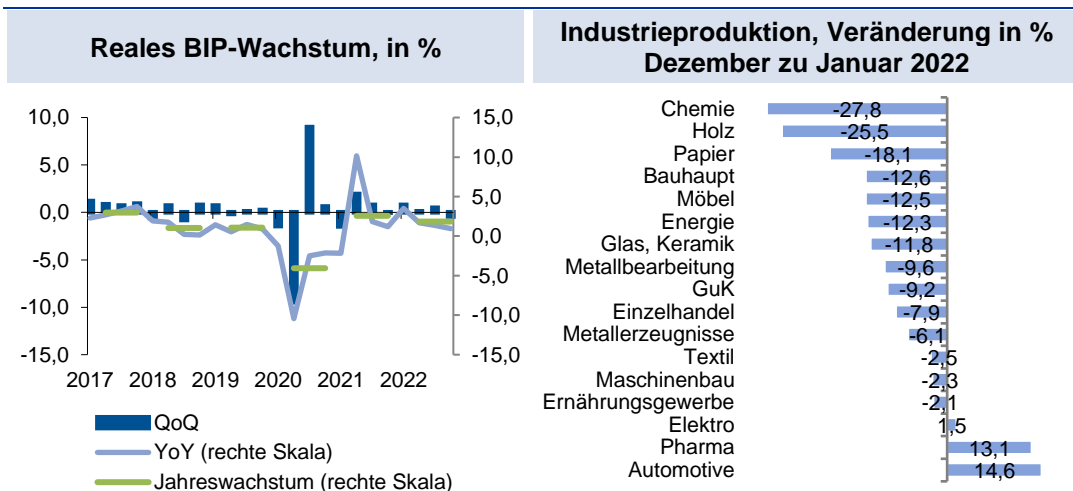
**Deutschland: Stimmung und Industrie im Vorkrisenvergleich**



Es ist allerdings davon auszugehen, dass sich die Auswirkungen der Straffung noch im Jahr 2023 zeigen werden. Und auch in den USA wird die Fed für eine spürbare Abkühlung der US-Wirtschaft sorgen. Deshalb wird China für die deutsche Konjunkturerholung eine Schlüsselrolle spielen. Grundsätzlich ist aber in diesem Jahr von einem eher flachen BIP-Verlauf in Deutschland auszugehen. Auch die Stimmung wird sich in den kommenden Monaten infolge der geldpolitischen Straffung eher stabilisieren als weiter verbessern. Kurzfristig ist von einer weiteren Eintrübung der Lageeinschätzung auszugehen. Die IKB erwartet deshalb eine Stabilisierung des Ifo Geschäftsklimaindex oder sogar einen Rückgang.

In den kommenden Monaten wird eine Nachfrageschwäche Angebotsprobleme und Lieferengpässe mehr und mehr verdrängen. Zwar erfreuen sich Branchen wie Automobilindustrie und Maschinenbau noch immer eines hohen Auftragsbestandes; insgesamt sollte das Auftragspolster jedoch mit abnehmenden Neuaufträgen infolge der Nachfrageschwäche mehr und mehr abnehmen. Zudem haben die Automobilunternehmen in Deutschland zum Jahresende von vorgezogenen Elektro-Pkw-Käufen profitiert, weil Förderungen gekürzt oder abgeschafft (Plug-in-Hybride) wurden. Bis auf Automobilindustrie, die aktuell von Sondereffekten profitiert, und Pharma- bzw. Elektroindustrie, die weniger konjunktursensitiv sind, haben alle Industriebranchen bereits seit Januar 2022 einen Produktionsrückgang zu verzeichnen. Rohstoffnahe Branchen zeigen im Jahresvergleich hohe zweistellige Produktionsverluste. Dazu zählen Chemie-, Holz- und Papierindustrie. Gerade in der Chemieindustrie scheint die Energiekrise alles andere als abgearbeitet zu sein.

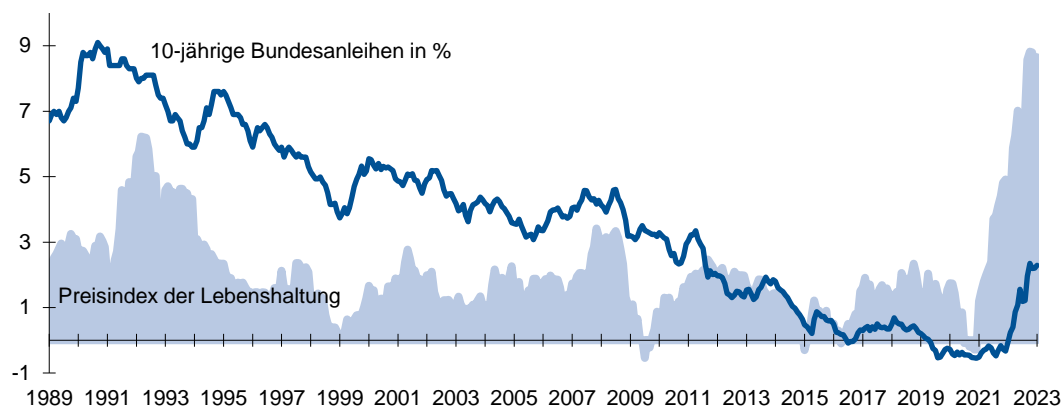
**Deutschland: BIP-Wachstum und Industrieproduktion im Vorkrisenvergleich**



Der Gedanke, die allgemeine Stimmungsaufhellung beruhe auf einer breiten Erholung des Verarbeitenden Gewerbes, ist folglich unangebracht. Denn noch im Dezember 2022 verzeichneten alle Branchen bis auf die Automobilindustrie einen saisonbereinigten Produktionsrückgang im Vergleich zum Vormonat. Zwar mag sich die Stimmung in der Produktion in den kommenden Monaten aufhellen. Es bleibt jedoch fraglich, wie anhaltend dies sein wird – auch, weil sich die Auftragslage nun schon länger verschlechtert. Zudem ist die Industrieproduktion am Standort Deutschland schon länger unter Druck und ist nicht nur von der Energiekrise bzw. einer Konjunkturertrübung betroffen. Denn bis auf die Elektroindustrie sind alle Branchen von ihrem Produktionsniveau des Jahres 2015 entfernt. Deshalb sollte die sich abschwächende Nachfrage in den kommenden Monaten die Produktion weiter bzw. erneut belasten. Allerdings gilt auch hier: Eine allgemeine Aussage zur Entwicklung einzelner Branchen bleibt angesichts der multidimensionalen Herausforderungen eher schwer, wenn gar unmöglich. Eine konjunkturelle Flut, die alle Boote anheben wird, ist im Jahr 2023 nicht zu erwarten. Im Gegenteil: Der Gegenwind wird zunehmen, vor allem für konjunktursensitive Branchen.

Auch war das Jahresende für die Gesamtwirtschaft in Deutschland doch nicht so versöhnlich wie zunächst gedacht: Das BIP ist vor allem wegen der wenig kauffreudigen Verbraucher im vierten Quartal um 0,4% geschrumpft. Der Rückgang fiel damit doppelt so hoch aus wie zunächst mit –0,2% gemeldet, wobei die erste Prognose des Statistischen Bundesamts sogar noch auf eine Stagnation hoffen ließ. Eine technische Rezession – also zwei Quartale mit schrumpfendem BIP in Folge – scheint für das Winterhalbjahr damit wieder so gut wie sicher zu sein. Die IKB erwartet in Deutschland im laufenden Jahr einen BIP-Rückgang um 0,5 % (kalenderbereinigt).

## Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank

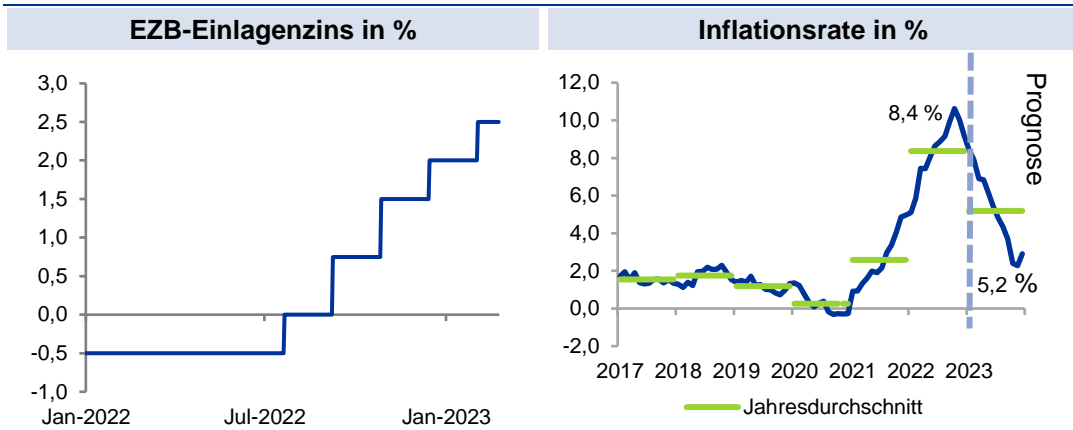
### Geldpolitische Straffung: Es steht viel auf dem Spiel

Seit Dezember 2022 scheinen sich Sorgen, die EZB wolle oder könne die Zinsen nicht deutlich anheben, etwas gelegt zu haben. Schließlich hat sie endlich unmissverständliche Worte gefunden, und in der Folge gehen die Märkte von höheren Zinsen für das kurze Ende aus. Allerdings deuten aktuelle Prognosen für den Höhepunkt des Zinsniveaus auf weiterhin niedrige Zinsen hin. Ein Einlagenzinssatz zwischen 3,5 und 4,0 % ist bei der aktuellen Inflationsentwicklung sowie einer langfristigen Inflationsrate von 2 % sicherlich nicht als außerordentlich hoch anzusehen. Allerdings hat sich aufgrund der hohen Verschuldung der Einflussgrad der Zinspolitik erhöht – zumindest was den Privatsektor angeht. Für den Staatssektor scheint dies jedoch noch nicht der Fall zu sein. Die EZB betont allerdings ihr datengetriebenes Handeln; ist die Geldpolitik nicht restriktiv genug, wird nachgelegt. Dabei wird insbesondere die Fiskalpolitik eine entscheidende Rolle spielen, wie hoch die EZB die Zinsen erhöhen muss, denn die Stützpolitik der Staaten hat das Potenzial, den Einfluss geldpolitischer Anstrengungen zu verwässern.

Auf der einen Seite ist es in Krisenzeiten wünschenswert, dass Notenbanken unkonventionelle Wege gehen, um die Handlungsfähigkeit des Staates aufrecht zu erhalten – schließlich ist dies ein Grund, warum es sie gibt. Doch in Europa scheinen wir weit über Krisen hinaus die disziplinierenden Kräfte der Märkte zu verhindern. So haben die Euro-Staaten aktuell weder etwas vom Markt noch aus Brüssel zu fürchten. Es gibt aktuell keinen effektiv bindenden Rahmen, der die Fiskalpolitik in ihre Schranken weisen könnte. Dies verwässert die Effektivität der Geldpolitik und verursacht womöglich höhere Zinsen als sonst notwendig wären. Kommt also die EZB im Inflationenkampf doch an ihre Grenzen, bzw. wird geglaubt, eine etwas höhere Inflation sei aufgrund struktureller Herausforderungen wie Demografie unausweichlich? Und sei sie sogar die Lösung, um drastische Zinsanhebungen zu verhindern? Die Antwort ist nein, eine höhere Inflation kann und darf nicht als Kompromiss gesehen werden.

Zuerst ist festzuhalten, dass eine höhere Inflation nicht die Schuldentragfähigkeit von Staaten sichert. Im Gegenteil: Je höher die Inflationsrate ausfällt, desto volatil ist sie. In Folge steigen die Inflationsprämien, und zwar nicht nur infolge der Inflationshöhe, sondern auch aufgrund der starken Volatilität. Dies hat zur Folge, dass der Realzinssatz steigt, denn Investoren und Gläubiger wollen eine positive reale Rendite erwirtschaften. Inflation ist also nur dann eine Lösung, wenn die Märkte von der hohen Inflation überrascht werden, was nur kurzfristig sein kann, mit nachhaltigen Schäden durch Vertrauensverluste und steigenden Inflationsprämien. Eine höhere Inflation würde also die Schuldentragfähigkeit eher in Zweifel ziehen als sie zu stützen, da steigende reale Zinsen bzw. Renditen die Folge sind.

**Euro-Zone: EZB-Einlagenzins und Inflationsrate**

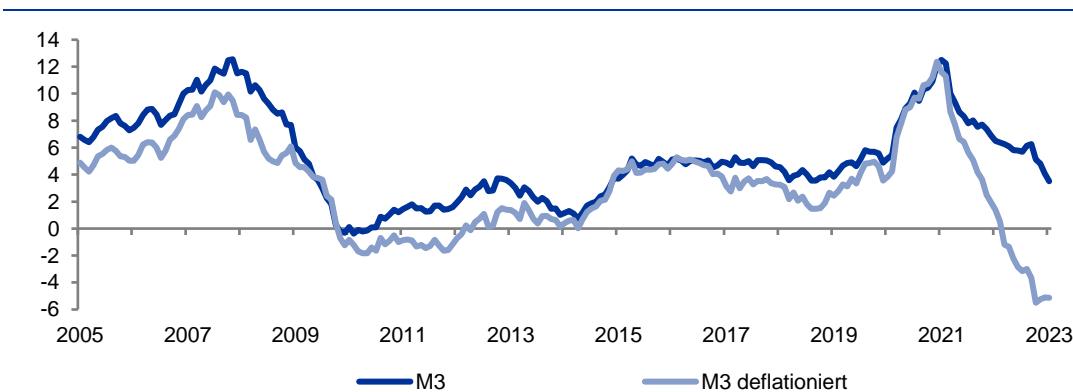


Quellen: Bloomberg; Eurostat; IKB-Prognose

Auch wird es bei einem einmaligen Anstieg der Inflationsrate kaum bleiben. Denn mit einer Zunahme der Volatilität ist die Basis für tendenziell steigende Inflationserwartungen gegeben. Und weil die positiven Effekte für die Staatsfinanzierung kurzfristig sind, besteht dann ein Drang nach immer mehr Inflation. Der Gedanke, dass mit einer etwas höheren Teuerung der Wirtschaft höhere Zinsen erspart bleiben und dies womöglich ein pragmatischer Weg für die Euro-Zone im Vergleich zur rigorosen Einhaltung des Inflationsziels wäre, ist deshalb ein Trugschluss. Letztlich müssen Zinsen höher steigen, um die Inflation einzufangen. Eine Erfahrung, die die Fed Anfang der 80er Jahre machen musste. Nach vielen Jahren zu niedriger Zinsen und einer tendenziell zunehmenden Teuerung blieb ihr nichts anderes übrig, als die Zinsen drastisch anzuheben, um die Inflation entscheidend und nachhaltig zu senken.

In den letzten 35 Jahren sind die realen Renditen gesunken: Märkte haben Notenbanken und ihre Inflationsziele als glaubwürdig eingeschätzt. Noch immer scheint dieser Glaube zu bestehen. Schließlich haben die Zinsanhebungen der EZB zu einer deutlichen Verflachung der Zinskurve geführt. Das heißt: Die Märkte glauben, dass die Zinsen und damit auch die Inflation langfristig wieder niedriger sein werden. Somit bleibt es entscheidend, dass die EZB am kurzen Ende weiter die Zinsen anhebt, gerade damit das lange Ende nicht bedeutend ansteigt und die staatliche Schuldenfähigkeit so gesichert ist. Die IKB erwartet einen Einlagenzinssatz zwischen 3,5 % und 4,0 % Mitte 2023. Die langfristige Inflationsprognose für die Euro-Zone liegt bei 2 %.

**Euro-Zone: Reale Geldmenge, Veränderung in % zum Vorjahresmonat**



Quelle: FERI (Eurostat)



## China: Risiko der Abhängigkeit – mehr und nicht weniger Vernetzung ist notwendig

**Fazit: Deutsches Angebot und deutsche Nachfrage hängen von globalen Entwicklungen ab. Dies ist eine natürliche Folge für eine Volkswirtschaft, die ein integraler Bestandteil globaler Wertschöpfungsketten geworden ist. Entscheidend ist das von dem Begriff Abhängigkeit Abstand gewonnen wird und eher von Partnerschaften gesprochen wird – gerade im Falle von China.**

**Nötig für stabile und belastbare deutsche Lieferketten ist, in bilaterale Handels- und vor allem Investitionsabkommen mit China weiter zu intensivieren. Und nicht eine höhere Unabhängigkeit anzustreben, die der deutschen Wertschöpfung empfindlich schaden würde.**

Nach der Finanzkrise hat sich die chinesische Wirtschaft als wichtiger Anker der globalen Erholung ausgezeichnet. Denn in den Erholungsjahren 2010 und 2011 lag der Wachstumsbeitrag Chinas zum Weltwachstum jeweils bei rd. einem Prozentpunkt pro Jahr. Damit hat China in den beiden Jahren rd. 25 Prozent zum Weltwachstum beigetragen. Durch die Konjunkturprogramme der chinesischen Regierung erhielten auch die global aufgestellten und exportstarken deutschen Unternehmen Rückenwind, und sie konnten die Krise relativ schnell hinter sich lassen.

Zwischen 2010 und 2019 hat die chinesische Wirtschaft 0,9 Prozentpunkte bzw. fast 30 % zum jährlichen globalen Wirtschaftswachstum beigetragen. China war und ist der alternative Wachstumsmotor der Weltkonjunktur. Kein anderer Wirtschaftsraum kann den globalen Wachstumsbeitrag Chinas ersetzen. Wenn es also darum geht, dass das globale Wirtschaftswachstum zu einem großen Maße abhängig ist von China, dann ist dies ohne Zweifel zu bejahen. Und diese Abhängigkeit wird anhalten. Denn auch wenn die Wirtschaftsdynamik Chinas nachlässt, wird die zunehmende wirtschaftliche Größe des Landes weiterhin für einen bedeutenden Wachstumsbeitrag sorgen. Zudem besteht angesichts des relativ niedrigen Pro-Kopf-Einkommens und des damit verbundenen geringen Lebensstandards der breiten chinesischen Bevölkerung nach wie vor ein enormer Aufholbedarf beim Konsum. Aktuell wird deshalb bei den Wachstumsprognosen für die Weltwirtschaft vor allem auf Chinas Konjunkturbelebung vertraut. Denn momentan muss von einer konjunkturellen Eintrübung in der Euro-Zone und den USA ausgegangen werden. Auch die deutsche Metallindustrie kämpft bereits mit sinkenden Produktionszahlen. Wie nach der Finanzkrise liegt aktuell viel Hoffnung auf Chinas Konjunktur, die infolge der Beendigung der strikten Null-Covid-Politik eine wichtige Stütze der globalen Erholung im Verlauf von 2023 und vor allem auch 2024 werden sollte.

Mit dem nur überschaubaren Potenzialwachstum in den USA sowie der Euro-Zone sehen deutsche Unternehmer China als einen entscheidenden Partner an, um hohes Gewinnwachstum zu generieren. So wurden deutsche Direktinvestitionen in China bis vor der Corona-Pandemie ständig ausgeweitet. Deutsche Unternehmen haben sich nicht gescheut, mehr Kapazitäten für Absatzmärkte in China zu installieren und so die Abhängigkeit ihrer Bilanz von der chinesischen Wirtschaft zu erhöhen. Somit ist ein stabiler bzw. nur überschaubarer Anteil Chinas an den deutschen Gesamtexporten auch kein Indiz für eine Relativierung der Abhängigkeiten. Deutsche Unternehmen treiben ihre Globalisierungsaktivitäten nicht durch den Handel, sondern vor allem durch die Verlagerung von Kapital voran. Ob Umsatz oder Bilanz, die Bedeutung Chinas hat sich für deutsche Unternehmen in den letzten zehn Jahren spürbar erhöht – und dies aus einer gewollten unternehmerischen Entscheidung heraus, um am chinesischen Wachstumspotenzial teilzuhaben.

**Abb. 3: Deutsche Direktinvestitionen in China, in Mio. €**



Quelle: Deutsche Bundesbank

Doch die Bedeutung Chinas für den Welthandel und die deutsche Wertschöpfung wird zunehmend mit Besorgnis betrachtet. So wird vor allem seit der Corona-Pandemie von einer einseitigen Abhängigkeit von China und immer weniger von bilateraler Partnerschaft gesprochen. Während solch eine Abhängigkeit nach der Finanzkrise als durchaus positiv für die deutsche Wirtschaft eingeschätzt wurde, wird dies im Umfeld von Lieferengpässen nun kritischer beurteilt. Statt als Wachstumstreiber wird China nun als grundsätzlicher Risikofaktor für die deutsche Wirtschaft und ihren Wertschöpfungsketten angesehen.

Wurde die Ausweitung des internationalen Handels und damit die Spezialisierung als Erfolg der Globalisierung angesehen, sind es nun gerade diese Vernetzung und Arbeitsteilung, die als Schwachpunkte identifiziert werden. Die globale Volatilität der letzten Jahre, insbesondere infolge der Corona-Pandemie, hat die Schwachstellen von globalen Wertschöpfungsketten sicherlich offengelegt: Angebotschocks oder die Stilllegung von Häfen infolge von Lockdown-Maßnahmen haben zu einem temporären Zusammenbruch von Wertschöpfungsketten geführt. Probleme in einem Teil der Welt haben sich durch die starke Vernetzung zu weltweiten Problemen ausgeweitet – und Inflation angeheizt. Doch dies ist kein China spezielles Thema. Der Zusammenbruch der Lieferketten war keine Folge einer chinesischen Entscheidung, der deutschen Wirtschaft zu schaden. Der Auslöser war der Ausbruch einer einmaligen Pandemie. Angesichts des weltweiten Ausmaßes der Pandemie mögen die Angebotsprobleme sogar als eher überschaubar eingeschätzt werden. Denn: Lieferengpässe haben sich infolge von Kapazitätsausweitungen und eines sich normalisierenden Handels inzwischen spürbar entspannt.

Die Lehre aus der Pandemie ist dennoch klar: Lieferketten müssen im Umfeld zunehmender globaler Komplexität und Unberechenbarkeit robuster werden. Die Logik der „just in time“ Lieferung gilt nur bei optimalen weltwirtschaftlichen Bedingungen, wenn Unsicherheiten noch greifbar sind. Dies kann jedoch nicht immer vorausgesetzt werden. Doch Perspektive ist gefragt. Bei all der Probleme um Lieferengpässe und Störungen bei Wertschöpfungsketten ist zu erkennen, dass die deutsche Industrieproduktion sowie auch die Produktion der Metallbranchen insbesondere die Corona-Pandemie relativ gut verkraftet haben. Es ist vielleicht gerade die globale Vernetzung, die es erlaubt hat, Ressourcen schnell neu zu allokkieren, Kapazitäten auszuweiten und so Schocks schneller zu verarbeiten.

Der Grundgedanke des freien Handels und der Globalisierung basiert auf Arbeitsteilung und notwendigerweise einer gegenseitigen Abhängigkeit. Doch die Lösung liegt sicherlich



nicht im on-shoring. Das Zurückdrehen der Spezialisierung wird weitreichende Verluste der Produktivität und somit des Wohlstands für den Standort Deutschland mit sich bringen. Außerdem hat Deutschland einen hohen Handelsbilanzüberschuss. Trotz eines niedrigen Potenzialwachstums produziert die Wirtschaft also mehr Güter als durch die Binnennachfrage benötigt wird. Wir sind also schon länger von anderen Ländern abhängig, um unsere Produktionskapazitäten auszulasten. Da es sich hier jedoch um Nachfrage handelt, wird dies oftmals weniger kritisch gesehen als im Falle einer länderspeziellen Abhängigkeit auf der Angebotsseite, vor allem wenn diese auf ein einzelnes Land reduziert werden kann.

Deutsches Angebot und deutsche Nachfrage hängen von globalen Entwicklungen ab. Dies ist eine natürliche Folge für eine Volkswirtschaft, die ein integraler Bestandteil globaler Wertschöpfungsketten geworden ist. Entscheidend ist das von dem Begriff Abhängigkeit Abstand gewonnen wird und eher von Partnerschaften gesprochen wird – gerade im Falle von China. Natürlich mag infolge von Rohstoffimporten oder Zulieferern von intermediären Produkten eine gewisse Abhängigkeit zu einem Land bestehen. Doch im Falle Chinas ist diese gegenseitig. Chinas Wachstum ist in einem immer größeren Maße vom globalen Wachstum abhängig. Denn die Korrelation zwischen globalem und chinesischem Wachstum ist mit dem Beitritt Chinas zur WTO Ende 2001 deutlich angestiegen. Chinesische Ziele sind deshalb nur unter der Berücksichtigung globaler Partnerschaften und Interessen erreichbar. Der Gedanke eines chinesischen Alleingangs bzw. diametrale Interessen zu denen der Weltgemeinschaft sind deshalb immer weniger gültig. Denn ein chinesischer Alleingang würde der dortigen Wirtschaft empfindlich schaden. Nötig für stabile und belastbare deutsche Lieferketten ist also, in bilaterale Handels- und vor allem Investitionsabkommen mit China weiter zu intensivieren. Und nicht eine höhere Unabhängigkeit anzustreben, die der deutschen Wertschöpfung empfindlich schaden würde.

## EZB-Geldpolitik: weiter so!

**Fazit: Infolge struktureller Herausforderungen wie Klimawandel und demografische Entwicklung wird der neutrale Zinssatz in der Euro-Zone in den kommenden Jahren steigen. Die Geldpolitik muss also für längere Zeit mit höheren Zinsen rechnen, auch weil sie durch die Fiskalpolitik in ihrer Effektivität eingeengt wird.**

**Eine langfristig höhere Inflation zu erwarten, ist hingegen unangebracht. Die Frage ist vielmehr, wie hoch der neutrale Zinssatz und damit die Leitzinsen der EZB ausfallen werden.**

**Aktuell wird eine „terminal rate“ des Einlagenzinses von ca. 3,5 % erwartet. Das Risiko bleibt jedoch nach oben gerichtet. Damit die EZB Mitte 2023 ihre geldpolitische Straffung beenden kann, ist eine ausreichend spürbare konjunkturelle Eintrübung erforderlich.**

## Klimapolitik und Demographie sind kein Grund für eine nachhaltig höhere Inflation,

...

Eine mittelfristig höhere Inflation in Deutschland und der Euro-Zone zu erwarten, scheint fast schon Konsens zu sein. Demografische Entwicklungen werden hierbei häufig als Ursache angesehen. Die alternde Bevölkerung führt zu Angebotsengpässen, da es immer weniger Erwerbstätige gibt. Gleichzeitig sind immer mehr Ressourcen für die Pflege erforderlich. Die Folge ist ein Nachfrageüberhang, der zu steigenden Preisen führt. Finanziert die Notenbank solche Ungleichgewichte durch niedrigere Zinsen, kommt es zu Inflation bzw. im weiteren Verlauf zu einer Inflationsspirale. Eine alternde Bevölkerung kann außerdem zu einem niedrigeren Produktivitätswachstum führen, was das Potenzialwachstum belastet und Inflationsdruck verursacht. Der notwendige neutrale Zinssatz steigt folglich.

Ein weiteres Argument für eine länger anhaltende höhere Inflation basiert auf der Klimapolitik. CO<sub>2</sub>-Preise werden nachhaltig steigen, neue Technologien erlauben noch keine kosteneffiziente Produktion – grüner Stahl ist in der Herstellung um ein Vielfaches teurer als gewöhnlicher Stahl –, und der Abschreibungsbedarf bei Unternehmen ist hoch, was höhere Preise mit sich bringen muss, um die Profitabilität zu erhalten. All dies geht einher mit zunehmendem Kostendruck und Nachfragebedingt höheren Preise. Energiewende bzw. Klimapolitik bewirken zudem strukturelle Veränderungen auf der Angebotsseite, also einen Angebotsschock. Auch wird der technologische Fortschritt erst später zu Produktivitätssteigerung führen. Reagiert die Nachfrage nicht darauf, bzw. finanziert die Geldpolitik höhere Preise, führt auch dies zu einer stärkeren Inflationsdynamik.

Steigende Produktionskosten und daraus resultierende höhere Güterpreise schwächen zudem die Wettbewerbsfähigkeit und damit die Angebotsseite – vor allem, wenn der Rest der Welt nicht die Präferenzen für eine klimaneutrale Produktion teilt. In der Folge werden Exporte und damit die Wertschöpfung in Deutschland belastet. Auch ist von einer zunehmenden Abwanderung von Investitionen ins Ausland auszugehen.

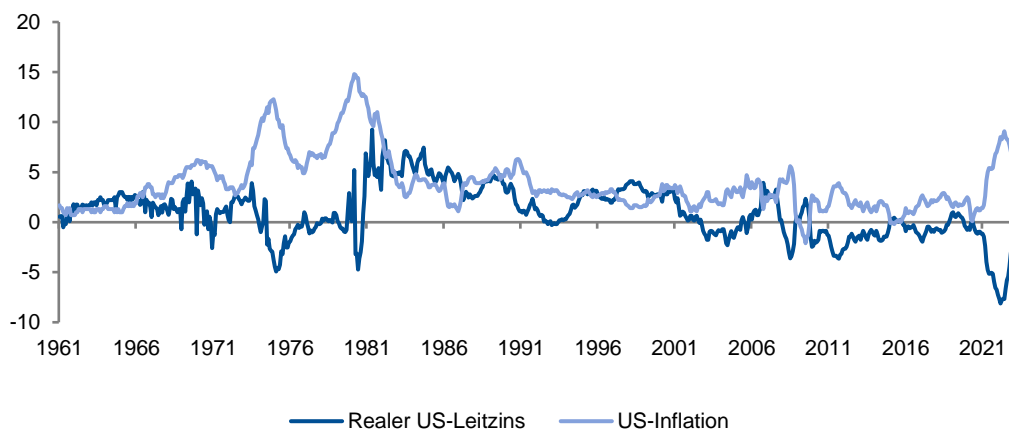
Ein sinkendes Einkommen wirkt dagegen deflationär. Würde die EU keine Handelsbarrieren zum Schutz klimaneutraler Technologien errichten, wäre aufgrund relativer Preisentwicklungen womöglich von einem deutlichen Importanstieg auszugehen, was ebenfalls deflationär wirken würde. Doch die EU-Gesetzgebung wird dafür sorgen, dass im EU-Wirtschaftsraum nur klimakonforme Güter verkauft werden dürfen. Also steigen die Preise der lokalen sowie der importierten Güter. Die entscheidende Frage ist, ob sich infolge einer geringeren Wertschöpfung und eines niedrigerem Potenzialwachstums die Nachfrage aufgrund eines Rückgangs des Lebensstandards bzw. Einkommens ausreichend reduzieren

wird, und ob im weiteren Verlauf der technologische Fortschritt relativ schnell zu Produktivitätssteigerungen und damit zur Angebotsausweitung führt. Reagiert die Angebotsseite nicht, ist die Notenbank gefragt, das Gleichgewicht kurz- bis mittelfristig herzustellen. Schließlich hat sich der neutrale Zinssatz infolge der Angebotsrestriktionen erhöht.

### ... entscheidend ist allein die Geldpolitik

Inflation ist in erster Linie eine Frage der geldpolitischen Ausrichtung. Scheut die Notenbank Anpassungen beim Lebensstandard, und soll die Geld- bzw. Fiskalpolitik expansiv bleiben, werden Angebotsschocks zu Inflation führen. Am Ende sind es aber nicht Demografie, Energiewende oder Klimapolitik, die entscheidend sind, sondern die Bereitschaft der Geldpolitik, bei Angebotsengpässen einen notwendigerweise höheren Gleichgewichtszins zu etablieren. Oftmals ist es jedoch einfacher, den Schein einer Entlastung aufrecht zu halten. Doch die Lösung ist nicht, eine höhere Inflation zuzulassen, denn sie wird sich nicht auf einem höheren Niveau stabilisieren. Weil die Geldpolitik zu expansiv ist, um den realen Konsum aufrecht zu halten, wird sich ein anhaltender Inflationszyklus einstellen. In Folge wird die Inflation immer weiter zunehmen. Der Gedanke, die Inflation verweile mittelfristig stabil auf einem höheren Niveau als 2 %, ist deshalb nicht schlüssig. Entweder Geld- und Fiskalpolitik scheuen realwirtschaftliche Anpassungen, und die Inflation steigt immer weiter – eine Entwicklung, die in den USA zwischen Mitte der 60er bis Anfang der 80er Jahre zu beobachten war –, oder die Notenbank reagiert und strebt ein neues Gleichgewicht mit einem höheren Zinsniveau an. Auch in den USA musste die Fed Anfang der 80er Jahre mit drastischen Zinsanhebungen reagieren.

**Abb. 1: USA: Realer Leitzins und Inflation, in % (Monatswerte)**



Quelle: Bloomberg

Dass eine ständig steigende Inflation nur Nachteile mit sich bringt, ist bekannt. Deshalb ist davon auszugehen, dass die Notenbank langfristig ein Zinsniveau anstreben wird, das ausreichend hoch ist. Sicherlich mag es Phasen geben, in denen selbst mehrere Jahre lang Abweichungen vom definierten Inflationsziel möglich sind. Dies hat jedoch nichts mit fehlender Handlungsbereitschaft seitens der Notenbanken zu tun, als vielmehr mit dem langen und komplizierten Transmissionsmechanismus der Geldpolitik. Weil die Geldpolitik nur indirekt wirkt, besteht die Gefahr, dass Notenbanken über- und untertreiben. Dabei sollte aber kein Zweifel bestehen, dass die Geldpolitik letztendlich effektiv ist. Die Frage ist nur, wie stark der neutrale Zinssatz im Schatten struktureller Herausforderungen angestiegen ist. Entscheidend ist nicht, ob die Inflation in den kommenden Jahren höher liegen wird, sondern welcher Zinssatz nötig ist. Da Herausforderungen wie die Klimapolitik die Angebotsseite belasten, ist in den kommenden Jahren ein höherer realer Zinssatz notwendig. Langfristig liegt die Lösung jedoch in einer Ausweitung der Angebotsseite. Eine

höhere Produktivität durch technologischen Wandel und die Ausweitung der Erwerbstätigkeit sind der beste Schutz gegen Inflation.

Abb. 1 zeigt, dass sich der reale Zinssatz in den USA in der Phase steigender Inflation zwischen den 60er und 80er Jahren erhöht hat. Das Niveau reichte aber nicht aus, um das Gleichgewicht in der Wirtschaft zu halten. In den 80er Jahren war der reale Zinssatz deutlich höher, was für eine niedrigere und vor allem stabile Inflationsrate sorgte. Nun besteht aktuell erneut die Gefahr, dass zwar der Zinssatz erhöht wird, aber bei weitem nicht so stark und für nicht so lange, wie notwendig wäre – gerade, weil der Zinssatz in der Euro-Zone lange Jahre relativ niedrig bzw. sogar negativ war. Anders ausgedrückt: Angesichts all der strukturellen Herausforderungen ist in der Euro-Zone von anhaltend höheren Zinsen auszugehen. Doch ist mit steigenden Zinsen nicht die Schuldentragfähigkeit einiger Euro-Länder gefährdet? Da mit einer höheren Inflation auch die Volatilität zunimmt, ist nicht nur von höheren Zinsen, sondern auch von einer ansteigenden Inflationsprämie auszugehen. Die Schuldentragfähigkeit ist demnach ebenfalls in Gefahr, da reale Renditen infolge höherer Inflationsprämien zulegen werden. Deutlich höhere Zinsen am kurzen Ende sichern jedoch durch eine beständig niedrige Inflation niedrige Renditen am langen Ende. Eine stabile Schuldentragfähigkeit braucht also höhere Zinsen am kurzen Ende der Zinskurve – sprich eine straffere Geldpolitik, damit die Finanzierungskosten der Staaten nicht aus dem Ruder laufen. Das Problem ist die fiskalische Autonomie.

Die Euro-Zone hat dank ihrer gelebten fiskalischen Autonomie und einer immer geringeren Relevanz fiskalischer Regeln eine strukturelle Baustelle. Diese wurde in den letzten Jahren und Krisen unter anderem durch die Einführung von z. B. EU-Anleihen verschärft. So wünschte sich jüngst Italien mehr EU-Anleihen, um die höheren Energiepreise zu dämpfen bzw. dadurch einen niedrigeren Preis zu subventionieren. Dies würde inflationär wirken, weil der Staat versucht, trotz notwendiger Anpassungen den hohen Lebensstandard zu bewahren. In Folge fließt mehr Geld in die Realwirtschaft und sorgt für Nachfrage- bzw. Inflationsdruck. Reagiert die Fiskalpolitik auf höhere Zinsen mit Konsolidierung, kann dies die geldpolitische Effektivität erhöhen und das langfristige Zinsniveau senken. Unterstützen die Staaten die Geldpolitik nicht, wird die Effektivität der Geldpolitik geschwächt. Die Inflationsgefahr ergibt sich also weniger durch die Klimapolitik, als vielmehr durch eine Fiskalpolitik, die durch höhere Staatsausgaben notwendige Anpassungen der Notenbank verwässert.

## Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

### Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

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

### Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

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

### Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen in %

	23. Feb	Mitte 2023	Ende 2023
3M-Euribor	2,08	3,8	3,8
3M-USD-Libor	4,92	5,2	5
10-Jahre Bund	2,53	2,2	2,4
10-Jahre U.S. Treasury	3,92	3,6	3,3

### Tabelle 4: Währungen, 1 Euro = ...

	23. Feb	Ende 2023
EUR/USD	1,06	1,12
EUR/GBP	0,88	0,91
EUR/JPY	143	139
EUR/CHF	0,99	1,01
EUR/HUF	382	400
EUR/CZK	23,7	24,4
EUR/TRY	20,1	20,5
EUR/PLN	4,75	4,62
EUR/RUB	79,6	84,0
EUR/MXN	19,5	21,8
EUR/ZAR	19,4	18,6
EUR/CNY	7,31	7,55
EUR/CAD	1,44	1,30
EUR/AUD	1,55	1,57

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

## Disclaimer

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

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

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

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

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

### **Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG**

40474 Düsseldorf  
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Dr. Klaus Bauknecht  
Volkswirtschaft  
Telefon +49 211 8221-4118

Februar 23	
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