

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: Ringen um die Wertschöpfung 2

Lieferengpässe und steigende Rohstoffpreise belasten • Hinzu kommt die Sorge vor steigenden Inzidenzen • Aber Entspannung deutet sich an
• Mittelfristig ergeben sich neue Herausforderungen, wie das Bestreben Chinas auf mehr Unabhängigkeit signalisiert

Kapitalmarkt: Unsicherheit über Inflationsverlauf signalisiert Zweifel an der Geldpolitik, dabei sind höhere Schuldenquoten nicht unbedingt ein Inflationsrisiko 4

Debatte über Inflation offenbart fehlendes Vertrauen in die EZB • Hohe Schuldenquoten können Effektivität einer geldpolitischen Straffung erhöhen • Selbst marginale Zinserhöhungen hätten weitreichende Konsequenzen für die Wirtschaft • Auf Sicht niedrige Zinsen signalisieren deshalb keinen geringen Einfluss der EZB

Deutsche Produktion: Lieferengpässe nicht das eigentliche Problem 6

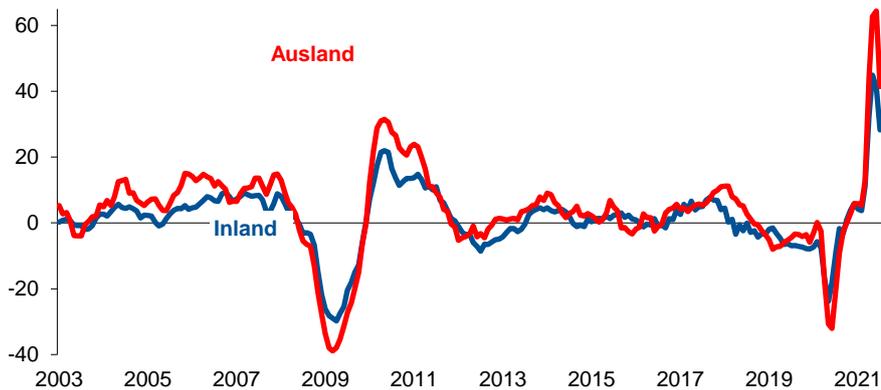
Deutsche Industrie schwächelt bereits seit 2018 • Standortverlagerungen ins Ausland hinterlassen Spuren • Deutsche Industrie profitiert immer weniger vom globalen Wachstum • Eine nachhaltige Erholung benötigt eine Belebung der Weltwirtschaft und des Investitionsstandorts Deutschland

Sorgt die hohe Inflation für deutliche Lohnerhöhungen im nächsten Jahr? 9

Inflation sorgt für Unsicherheit • Lohnverhandlungen orientieren sich an aktueller Teuerungsrate • Von daher sind im nächsten Jahr Lohnerhöhungen zu erwarten • Eine Lohn-Preisspirale ist bei einer offenen, wettbewerbsintensiven deutschen Volkswirtschaft aber nicht zu erwarten

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



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

BIP-Wachstum

Deutschland	3,0
Euro-Zone	5,3
UK	7,0
USA	5,7
Japan	2,6
China	8,5

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

Deutscher Konjunktur- und Inflationsausblick: Wo liegt das Risiko?

Die deutsche Wirtschaft ist im dritten Quartal um 1,8 % zum Vorquartal gewachsen. Damit setzte sich die Erholung zwar fort, aber der kurzfristige Ausblick bis zum Ende des Jahres bleibt getrübt. So hat sich die Stimmung der Unternehmen im Oktober weiter verschlechtert. Die Unternehmen schätzen die aktuelle Lage zwar weiterhin relativ gut ein, sie verlieren allerdings an Zuversicht hinsichtlich des zukünftigen Konjunkturverlaufs. Mittlerweile spüren alle Wirtschaftssektoren die Lieferengpässe, zudem bleibt die Aussicht für den Dienstleistungssektor aufgrund anhaltender Corona-Maßnahmen und steigender Inzidenzen unsicher.

Doch Lieferengpässe und die erhöhte Inflation sind kurzzeitige, vorübergehende Entwicklungen – auch wenn sie bis weit ins Jahr 2022 zu spüren sein könnten. Der aktuelle Rückgang der globalen Industrieproduktion deutet bereits auf Entspannung bei den Rohstoffpreisen sowie der Lieferversorgung hin. Dieser Trend sollte durch verändertes Konsumverhalten hin zu einer stärkeren Dienstleistungsnachfrage verstärkt werden.

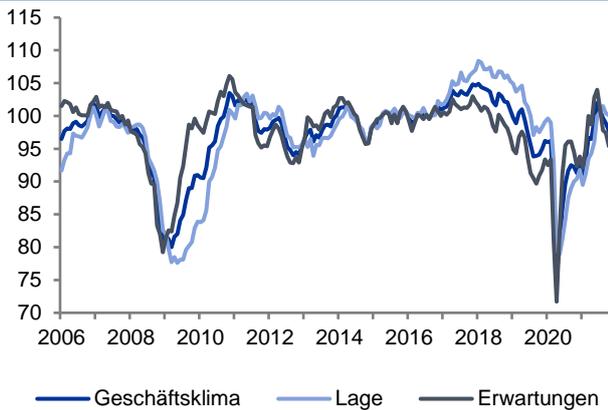
Mittelfristig dürften jedoch bei deutschen Unternehmen und Wirtschaftspolitik zunehmend andere Themen im Fokus stehen. Hierzu zählt unter anderem das durch die Corona-Pandemie beschleunigte Bestreben Chinas, industrielle Wertschöpfungsketten verstärkt im eigenen Land zu fördern.

Kurzfristige Implikationen: Fokus bei den Corona-Folgen liegt weiterhin auf Lieferengpässen

Die Folgen der Coronakrise machen sich aktuell vor allem in Lieferengpässen und Inflationsanstieg bemerkbar. Das veränderte Konsumverhalten aufgrund der Lockdown-Maßnahmen und die erhöhte Risikoaversion haben zu einem weltweiten Wachstumsschub bei physischen Gütern geführt – die Nachfrage liegt deutlich über dem Vor-Corona-Niveau. Dies wiederum hat die Industrierohstoffpreise nach oben getrieben. Wie schnell im Vergleich dazu der Dienstleistungssektor sein Vorkrisenniveau wieder erreichen wird, bleibt abzuwarten. Trotz hoher Impfquoten in vielen Industrieländern steigt die Inzidenzquote, und das Virus bleibt Teil des wirtschaftlichen wie gesellschaftlichen Lebens. Allerdings wird zum Beispiel durch 3G-Regeln und Abkehr vom Inzidenzwert versucht, eine gewisse Normalität sicherzustellen. Die globale Industrieproduktion hat bereits nachgelassen, was im Verlauf des Jahres 2022 zusammen mit Kapazitätsausweitungen für eine Entlastung sorgen sollte. Eine weitere Normalisierung des Konsumverhaltens hin zu einer höheren Nachfrage nach Dienstleistungen kann ebenfalls in den nächsten Quartalen erwartet werden, was ebenfalls zum Abbau der Lieferengpässe beitragen sollte. Vor allem kurzfristig bleiben Lieferengpässe und hohe Rohstoffpreise dennoch das bestimmende Thema. So haben sich auch die Stimmungsindikatoren im Oktober weiter eingetrübt. Die Einkaufsmanager-Indizes gaben für die Euro-Zone und Deutschland sehr kräftig nach, blieben aber über der Expansionsschwelle. Auch das ifo Geschäftsklima trübte sich erneut ein. Der Index sank zum vierten Mal in Folge und liegt jetzt bei 97,7 Punkten. Dabei haben die deutschen Unternehmen die aktuelle Lage nur geringfügig schlechter beurteilt. Die Geschäftsperspektiven bekamen dagegen einen deutlichen Dämpfer; der Teil-Index gab kräftig nach. Hier dürften sich die anhaltenden Lieferengpässe, aber auch die Furcht vor wieder anziehenden Infektionszahlen im Winter und möglicherweise neuen Beschränkungen dokumentieren.

...

ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



Quelle: FERI (ifo)



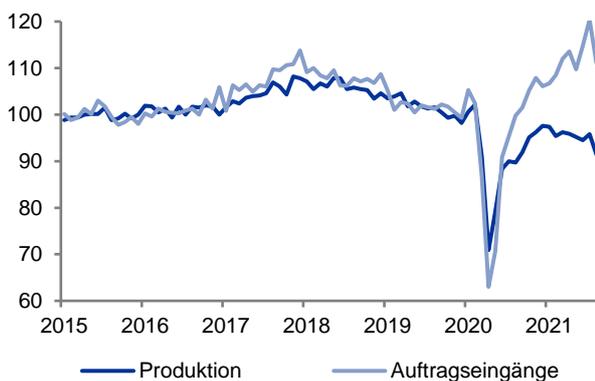
Mittelfristige Implikationen und der neue chinesische 5-Jahresplan

Der 14. chinesische 5-Jahresplan (2021 bis 2025) kann als weiterer Schritt eines bereits eingeleiteten Prozesses von „Masse zu Klasse“ und hin zu „Made in China“ gesehen werden. China verfolgt das Ziel, die Wertschöpfungsketten zunehmend im eigenen Land zu integrieren. Ziel ist es, eine höhere Wertschöpfung sicherzustellen. Damit wird auch die Abhängigkeit von Einfuhren reduziert. Dies wird vor allem von deutschen Unternehmen mit Sorge betrachtet, da China in ein Segment vorstößt, das insbesondere deutsche Hersteller für sich in Anspruch nehmen.

Bereits in den früheren 5-Jahresplänen hat China die Betonung mehr auf Wertschöpfung denn auf Massenproduktion gelegt. So ist ein Ziel, die Ausgaben für Forschung und Entwicklung jährlich um 7 % zu steigern. China will den Takt seiner wirtschaftlichen Entwicklung und globalen Integration selbst bestimmen. Schon lange sind die Zeiten vorbei, in denen China billiges Spielzeug und Imitate exportierte, um Marktanteile und Wachstum durch Massenfertigung zu sichern. Der aktuelle 5-Jahresplan bekräftigt diese Zielrichtung nochmals deutlich. Gerade die Fokussierung auf Produktionsketten und Wertschöpfung im eigenen Land dürfte auch eine Reaktion auf die globale Unsicherheit infolge der Corona-Pandemie sein.

Der 5-Jahresplan sollte die Tendenz deutscher Unternehmen, zunehmend ihre Wertschöpfung global aufzustellen, weiter verstärken. Dieser Trend ist nun schon seit mehreren Jahren zu erkennen und kann als notwendige Strategie angesehen werden. Schließlich liegt das deutsche Potenzialwachstum schon seit etlichen Jahren um einiges unter dem chinesischen und globalen. Deutsche Unternehmen müssen globale Produktionsfaktoren nutzen, um ihre Marktanteile zu festigen. Die Herausforderung wird sein, inwieweit der Produktionsstandort Deutschland vor dem Hintergrund dieser Internationalisierungsstrategie deutscher Unternehmen hin zu Auslandsstandorten weiterhin eine Rolle spielen wird – vor allem bei Produkten mit hoher Wertschöpfung. Der Gedanke, infolge von Corona käme es zu Produktionsverlagerungen zurück nach Deutschland, ist in diesem Zusammenhang nicht nachvollziehbar.

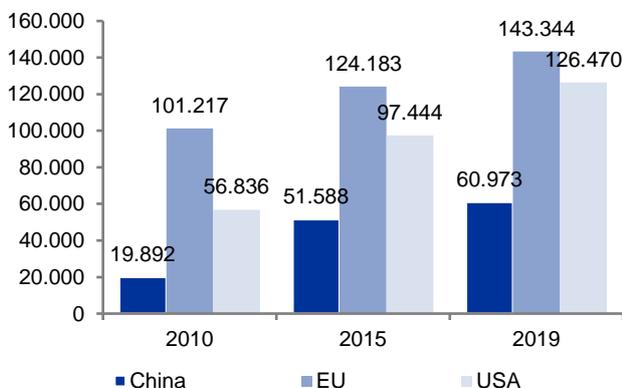
Deutsche Industrie: Produktion und Auftragseingänge, 2015 = 100



Quelle: FERI (Statistisches Bundesamt)



Deutsche Direktinvestitionen der Industrie in Mrd. €



Quelle: Deutsche Bundesbank



Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Unsicherheit über Inflationsverlauf signalisiert Zweifel an der Geldpolitik, ...

Euro-Zone: M3-Geldmenge, Veränderung in % zum Vorjahresmonat



Quelle: FERI (Eurostat)

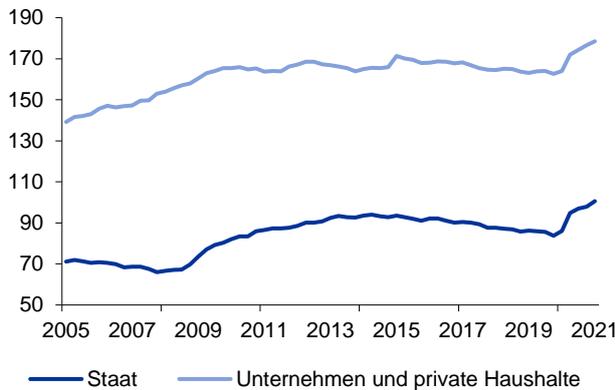


Die aktuelle Unsicherheit über den mittelfristigen Inflationsverlauf ist zu einem gewissen Grad überraschend. Denn im Vergleich mit anderen volkswirtschaftlichen Indikatoren sollte insbesondere die Prognose zum Inflationsverlauf am einfachsten sein. Wo liegt die Inflationsrate der Euro-Zone in den nächsten 5 oder 10 Jahren? Im Schnitt bei 2 %. Schließlich gibt es eine Notenbank, deren Handlungsspielraum bei steigender Inflation zunimmt, da ihre Zinspolitik im Gegensatz zum „lower bound“ keine Grenze nach oben hat. In den letzten Jahren hat die EZB vor allem durch Ankaufprogramme versucht, die 0 %-Zinsgrenze zu umgehen, um weiterhin eine effektive Geldpolitik sicherzustellen.

Bei einer steigenden oder zu hohen Inflationsrate ergeben sich diese Probleme nicht. Die entscheidende Frage ist vielmehr, wie stark die Zinsen erhöht werden müssen, um das Inflationsziel sicherzustellen. Die Diskussionen und Debatten um die Effektivität der EZB zeigen, wie wenig das Inflationsziel als langfristig glaubwürdiger Anker angesehen wird. Der Handlungsspielraum der EZB wird vor allem aus zwei Gründen angezweifelt: Die Immobilien- und Vermögenspreise sind deutlich gestiegen, und die private sowie staatliche Verschuldung hat stark zugenommen. Beides wurde durch die Niedrigzinspolitik gefördert, und für beides kann eine geldpolitische Wende zur Gefahr werden, die die Realwirtschaft ebenfalls kräftig belasten könnte. Denn zum einen sind graduelle Anpassungen der Vermögenspreise oftmals illusorisch; es ist vielmehr von einem durch Zinssteigerungen verursachten Platzen der Immobilienblasen auszugehen, was dann bedeutende Deflationsrisiken mit sich bringen würde. Zum anderen besteht bei höheren Renditen die Gefahr, dass die Schuldentragfähigkeit vieler Euro-Staaten mehr und mehr angezweifelt wird. Hier bleibt abzuwarten, ob höhere Renditen und damit zunehmende Zinslasten die europäische Fiskalpolitik auf Konsolidierungskurs bringen können. Wäre dem so, dann würde nicht nur die Schuldentragfähigkeit gesichert sein; der Inflationsdruck würde sich ebenfalls reduzieren. Ist die europäische Fiskalpolitik nach Jahren der Geldschwemme und sinkender bzw. negativer Renditen jedoch nicht dafür bereit, würde die fragwürdige Schuldentragfähigkeit tatsächlich einer anti-inflationären Geldpolitik entgegenstehen – auch weil die nötigen Zinsanhebungen ohne fiskalische Konsolidierung deutlich stärker ausfallen müssten, um die Nachfrage in der Wirtschaft ausreichend abzukühlen.

... dabei sind höhere Schuldenquoten nicht unbedingt ein Inflationsrisiko

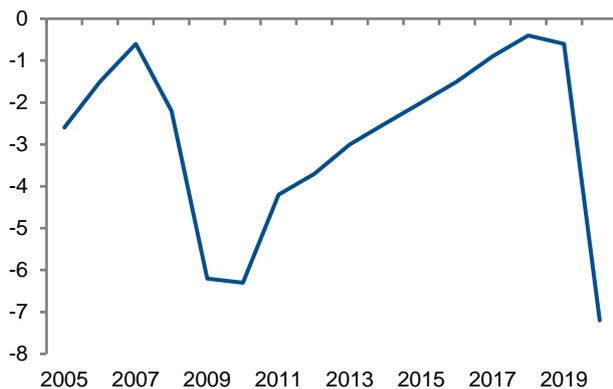
Euro-Zone: staatliche und private Schuldenquote in % zum BIP, vierteljährlich



Quelle: BIZ



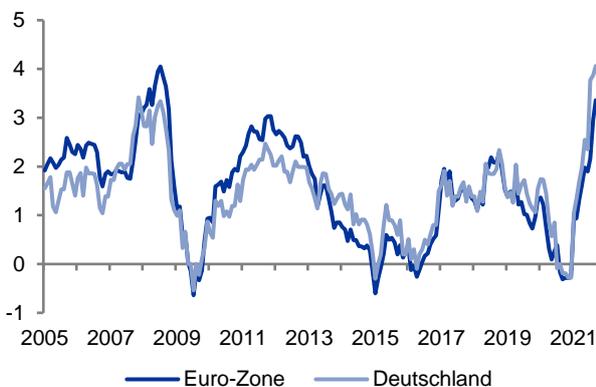
Euro-Zone: staatlicher Haushaltssaldo, in % des BIP



Quellen: FERI (Eurostat)



Euro-Zone und Deutschland: Inflationsrate, in %



Quelle: FERI (Eurostat; Statistisches Bundesamt)



Reagiert die Fiskalpolitik jedoch mit Konsolidierungsanstrengungen, mag sich der Einfluss höherer Zinsen auf die Wirtschaft sogar ausweiten. Die benötigte Zinserhöhung müsste dann weniger groß ausfallen, auch weil die Schuldenlast selbst bei moderat höheren Zinsen deutlich zulegen und die Wirtschaftsdynamik abkühlen würde. So müssen Zinsen nicht alte Niveaus erreichen, um dem Inflationsdruck spürbar entgegenzuwirken. Reale Zinsen könnten im historischen Vergleich immer noch niedrig sein und dennoch eine ausreichende geldpolitische Straffung signalisieren.

Der aktivere Part liegt hier allerdings eher bei der Fiskal- als bei der Geldpolitik. Wie in Zeiten von Krisen, als Geld- und Fiskalpolitik gemeinsam die realwirtschaftlichen Folgen erfolgreich gedämpft haben, ist auch bei den aktuellen Schuldenständen ein gemeinsames Handeln notwendig, falls die Inflationsrate steigt. Gerade das scheint für Unbehagen zu sorgen. Gibt es jedoch keine nachhaltige Lohn-Inflationsspirale und damit Stagflation, ist der mögliche Konflikt zwischen Geld- und Fiskalpolitik weniger ausgeprägt. Schließlich wird eine robuste Nachfrage das staatliche Haushaltsdefizit reduzieren und die Schuldenquote senken – und dies ohne besondere politische Anstrengungen.

Die Notenbank ist gerade wegen der hohen Schuldenquoten in einer guten Ausgangsposition, um durch marginale Zinsanhebungen einem nachfragegetriebenen und damit womöglich nachhaltigen Inflationsanstieg effektiv entgegenzuwirken. Allerdings darf sie nicht zu ambitioniert handeln, damit es nicht zu einem Nachfrageeinbruch und damit zu Deflationsdruck infolge eskalierender Schuldenlasten und korrigierender Vermögenspreise kommt.

Insgesamt scheinen höhere private wie staatliche Schuldenquoten eher Deflations- als Inflations-tendenzen zu stützen, vor allem wenn demografische Entwicklungen die Nachfrage zusätzlich belasten. Hierfür ist Japan ein mahnendes Beispiel. Es bleibt abzuwarten, in welchem Maße ein kräftiges Nachfragewachstum bei aktuell hohen Schuldenständen und perspektivisch leicht anziehenden Zinsen in der Euro-Zone erreicht werden kann. Da die Inflationsrate jedoch kurzfristig eher weiter nach oben überraschen dürfte, wird die Diskussion über Inflationsrisiken kurzfristig sicherlich anhalten.

Deutsche Produktion: Lieferengpässe nicht das eigentliche Problem

Fazit: Lieferengpässe sind sicherlich für die schwachen Produktionszahlen der letzten Monate mitverantwortlich. Sie bieten aber keine Erklärung für die nun schon seit dem Jahr 2018 anhaltende Schwäche der deutschen Industrieproduktion, die immer weniger positive Impulse aus der Weltwirtschaft erhält.

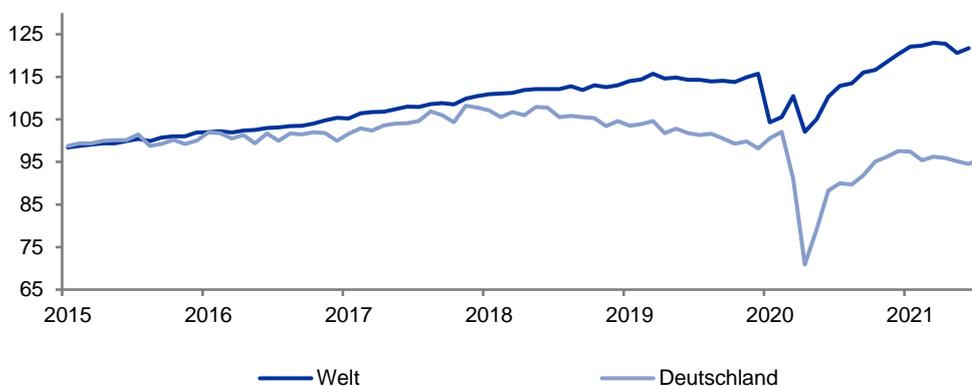
Die Automobilindustrie spielt hierbei sicherlich eine entscheidende Rolle. So kann die seit Anfang 2018 stagnierende globale Pkw-Produktion der deutschen Hersteller die negativen lokalen Effekte aus Produktionsverlagerungen, globaler Kapazitätsausweitung und anhaltender Spezialisierung am Standort Deutschland nicht mehr auffangen.

Für eine Erholung der gesamten deutschen Industrie ist deshalb nicht nur eine Belebung der Weltwirtschaft notwendig, sondern auch eine stärkere Investitionsbereitschaft am Standort Deutschland. Es geht darum, globale Wachstumsimpulse besser für den lokalen Standort zu nutzen. Somit liegt die langfristige Lösung in Deutschland selbst – und weniger in fehlenden Halbleitern aus Asien. Ob die neue Bundesregierung ein positiver oder negativer Katalysator sein wird, bleibt abzuwarten.

Divergierende Dynamiken ersichtlich

Nach der deutlichen Erholung im Jahr 2020 fällt es der deutschen Industrie aktuell schwer, überzeugende Wachstumsdynamiken zu entwickeln. So befindet sich die deutsche Industrieproduktion immer noch deutlich unter dem Vor-Corona Krisenniveau. Dabei sind die Lieferengpässe das Ergebnis eines äußerst dynamischen Wachstumsbooms der globalen Industrieproduktion. Diese liegt inzwischen rund 3 % über dem Vorkrisenniveau von Anfang 2020. Auch ist die deutsche Produktionsentwicklung nicht erst seit der Corona-Krise träge. Bereits seit Anfang 2018 und damit deutlich vor der Corona-Pandemie verläuft die Produktion am Industriestandort Deutschland enttäuschend und deutlich schwächer als die Weltproduktion, die wieder auf den langfristigen Wachstumspfad zurückgekehrt ist. Die aktuelle deutsche Produktionsschwäche ist folglich nicht nur auf Lieferengpässe zurückzuführen.

Abb. 1: Industrieproduktion im Vergleich, 2015 = 100



Quelle: FERI

Die chinesische Industrieproduktion ist seit Anfang 2020 um fast 5 % gestiegen und hat die globale Erholung spürbar vorangetrieben. Auch andere asiatische Industrieländer wie Südkorea haben hiervon profitiert. China, Südkorea sowie die Weltindustrieproduktion zeigen somit einen ähnlichen kräftigen Erholungsverlauf. Die Entwicklungen in Deutschland und Japan verlaufen hingegen schwächer – auch wenn die Industrieproduktion in Japan ebenfalls das Vor-Corona-Niveau erreicht hat. Deutschland lag im Juli 2021 saisonbereinigt jedoch noch 2,5 % unter dem Niveau von Ende 2019. Zwar profitieren deutsche Unternehmen von dem durch China getriebenen globalen Wachstum. Für den Industriestandort Deutschland hingegen gilt dies nur begrenzt. Die Globalisierung deutscher Unternehmen dokumentiert sich schon länger weniger in ihren Exporten, sondern vermehrt über die Produktionskapazitäten ihrer globalen Standorte. Das deutsche BIP-Potenzialwachstum liegt deutlich unter dem der Weltwirtschaft, was Spezialisierung aber vor allem auch Globalisierung von Produktionskapazitäten erfordert, um internationale Marktanteile behaupten zu können. Durch die Spezialisierung wurde der deutsche Produktionsstandort ein integrierter Bestandteil der globalen Produktionsketten. Dennoch ist vor allem seit 2018 eine divergierende Tendenz zu erkennen.

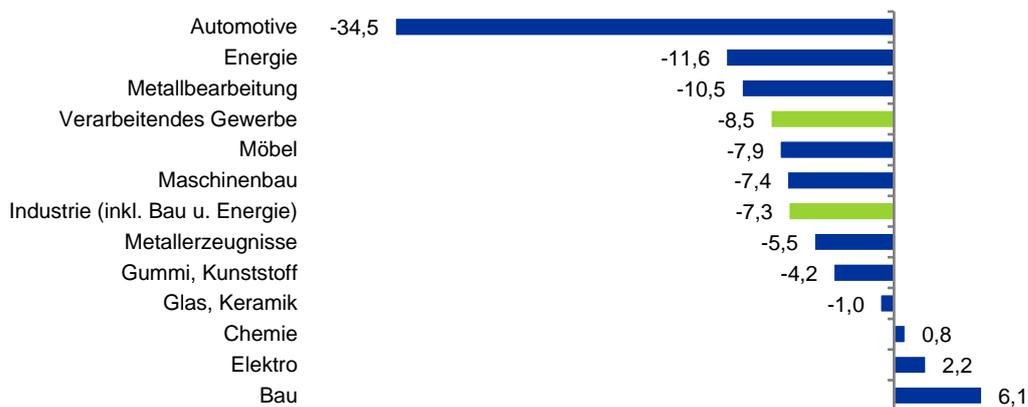
Der globale Wachstumsbeitrag sinkt schon länger

Die deutsche Industrieproduktion zeigt eine höhere Sensitivität zum Konjunkturzyklus als die weltweite Industrieproduktion. Dies ist auf den relativ hohen Anteil von Investitionsgütern im deutschen Produktionsmix zurückzuführen. Grundsätzlich dämpfen Produktionsverlagerungen und Spezialisierung jedoch den Einfluss von globalen Wachstumsimpulsen. Das bedeutet: Ein Prozentpunkt-Wachstum der globalen Industrieproduktion führt zu einem Plus von deutlich unter einem Prozentpunkt für die deutsche Produktion. Dies ist angesichts des niedrigen deutschen Potenzialwachstums im Vergleich zur Weltwirtschaft nicht überraschend. Die durchschnittliche Dynamik der weltweiten Industrieproduktion lag zwischen 2010 und 2021 bei fast 3 % pro Jahr, das der deutschen Industrie bei 1,7 %. Der Trend zur Verlagerung von Produktionskapazitäten und die zunehmende Bedienung der globalen Nachfrage durch ausländische Produktionsstätten lassen sich vor allem daran erkennen, dass diese Sensitivität zur globalen Industrie nicht nur unter 1 ist, sondern ständig weiter fällt. Lag sie zwischen 2000 und 2010 bei rund 0,8 %, hat sie sich zwischen 2011 und 2017 auf unter 0,5 % reduziert. Neben anhaltender Spezialisierung und Verlagerung mag dies auch durch den zunehmenden globalen Wettbewerbsdruck erklärt werden. So benötigt die deutsche Industrieproduktion eine immer kräftigere weltwirtschaftliche Dynamik für stabiles Wachstum. **Eine Phase niedrigen globalen Wachstums kann deshalb zunehmend zu einem absoluten Rückgang der deutschen Produktion führen** – eine Entwicklung, welche die deutsche Automobilindustrie schon seit Anfang 2018 vorweg zu nehmen scheint.

Was ist seit 2018 passiert?

Die Automobilindustrie hat zur enttäuschenden Entwicklung der deutschen Industrieproduktion in den letzten Jahren maßgeblich beigetragen. Der Dieselskandal im Jahr 2015, die WLTP-Umstellung im Jahr 2018, der Brexit und die aktuellen Halbleiterengpässe sind nur einige der Themen, die die Angebots- und Nachfrageseite in den letzten Jahren bestimmt haben. Die Produktion der Automobilbranche zeigt seit 2017 einen durchschnittlichen jährlichen Rückgang von 8,5 %, das Verarbeitende Gewerbe von 2,4 %. Die Bedeutung der Automobilindustrie ist für die deutsche Industrieproduktion um einiges höher als für die globale. Eine Wachstumsverlangsamung der Automobilindustrie wird somit unweigerlich zu einer Divergenz zwischen der deutschen und der globalen Industrieproduktion führen.

Abb. 2: Deutsche Industriebranchen: durchschnittliche monatliche Produktion Jan. - Juli 2021, Veränderung in % zum Gesamtjahr 2017

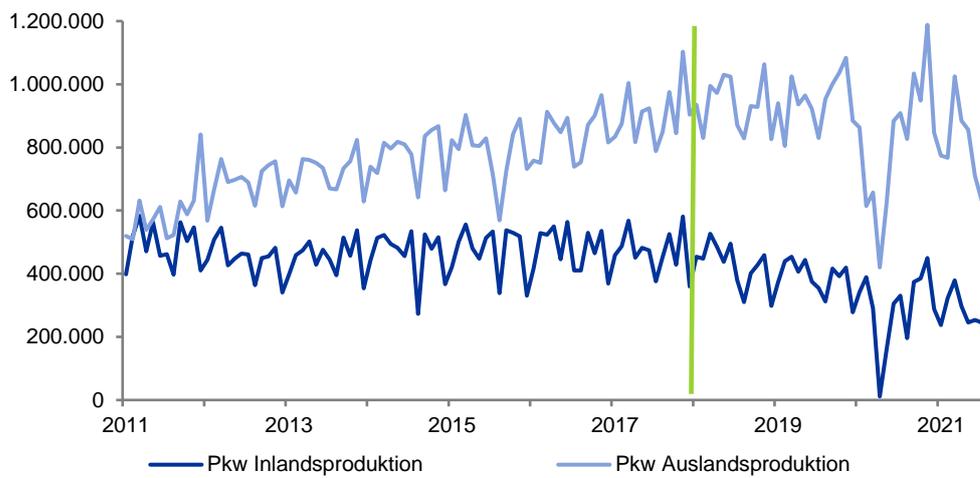


Quelle: FERI

Die Produktion deutscher Pkw-Hersteller ist infolge von Lieferengpässen aktuell unter Druck – dies gilt für die Produktion im In- wie Ausland. Allerdings ist bei der Produktion am Standort Deutschland seit Anfang 2018 und klar gegen den Trend der globalen Fertigung ein struktureller Rückgang zu erkennen (s. Abb. 1). So lag die lokale Produktion der deutschen Pkw-Herstellern im ersten Halbjahr 2021 rund 40 % unter dem Niveau des ersten Halbjahrs 2017. Die Auslandsproduktion deutscher Hersteller befindet sich hingegen nur 7 % unter dem Niveau von 2017. Angesichts der Bedeutung der Automobilindustrie für den Industriestandort Deutschland kann die seit Anfang 2018 zu erkennende Abkopplung der gesamten deutschen industriellen Fertigung von der globalen zu einem erheblichen Teil auf die Automobilindustrie zurückgeführt werden. Doch was sind die Gründe für die Schwäche der Automobilbranche am Standort Deutschland?

Bei einer schnell wachsenden Weltwirtschaft gehen Spezialisierung von Produktionsketten sowie die daraus resultierende Verlagerung von Kapazitäten ins Ausland nicht unbedingt mit einem Produktionsverlust einher, da neue Wachstumsfelder für gezielte Wertschöpfung entstehen bzw. das allgemeine Wachstum die Kapazitäten erweitert. So schafft globales Wirtschaftswachstum Raum für Spezialisierung und fängt den Produktionsverlust in Folge von Abwanderung etwa aus Kostengründen auf. **Fällt das globale Wirtschaftswachstum jedoch niedrig aus, mag dies die Spezialisierungs- und Abwanderungseffekte nicht mehr ausgleichen und die inländische Produktion sinkt. Weil der Einfluss der globalen auf die heimische Produktion in den letzten 20 Jahren deutlich gesunken ist – Rückgang der Elastizität von 0,8 auf unter 0,5 – ist zu vermuten, dass der Beitrag des globalen Wirtschaftswachstums für die deutsche Industrieproduktion die negativen Effekte der Abwanderung bereits in den letzten 20 Jahren nur teilweise kompensieren konnte.** Bei einem sinkenden bzw. niedrigem deutschen Potenzialwachstum mag dies jedoch nicht überraschen bzw. sogar notwendig erscheinen.

Abb. 3: Monatliche Pkw-Produktion deutscher Hersteller, Stückzahlen



Quelle: VDA

Für die deutsche Automobilindustrie scheint der gesamte globale Wachstumsbeitrag inzwischen negativ auszufallen. Zwischen 2010 und 2017 hielt sich die lokale Produktion relativ stabil und wurde durch die wachsende globale Nachfrage gestützt. Über viele Jahre konnten Kapazitätsabwanderung und Spezialisierung durch das allgemeine Wachstum erfolgreich kompensiert werden. Seit Anfang 2018 stagniert jedoch die globale Produktion deutscher Automobilhersteller, was durch anhaltende Spezialisierung und Produktionsverlagerungen zu einem strukturellen Rückgang der lokalen Produktion geführt hat. So erklärt das fehlende Wachstum der weltweiten deutschen Automobilproduktion seit Anfang 2018 den Rückgang der deutschen Produktion bzw. der deutschen Industrie. **Lieferengpässe spielen nur aktuell eine Rolle. Es ist die stagnierende weltweite Produktion deutscher Hersteller, die dem Automobilstandort Deutschland und damit auch dem gesamten deutschen Industriestandort zu schaffen macht.**

Was tun?

Globales Wirtschaftswachstum ist nötig, um Raum für Spezialisierung zu schaffen und so den Produktionsstandort Deutschland zu sichern. Dies gilt insbesondere in einer Welt globaler Kapazitäten und Billiglohnländern. Eine Umkehr der Spezialisierung durch Rückführung der Produktion ist keine Lösung, weil das Potenzialwachstum in Deutschland eher begrenzt ist und die Wertschöpfung ausreichend hoch sein muss, um dem lokalen Kostendruck gerecht zu werden. Die Lösung ist eher, das Potenzial an Spezialisierung durch globale Investitionen am Standort Deutschland zu beschleunigen und so die globale Attraktivität des Industriestandorts Deutschlands zu sichern. Höhere Steuern, steigende Lohnkosten, etwa durch Anhebung des Mindestlohns sowie mehr Regulierung und damit höhere Transaktionskosten sind der falsche Weg. Anders ausgedrückt: Werden diese Themen die Wirtschaftspolitik bestimmen, was nach dem Ergebnis der Bundestagswahl immer wahrscheinlicher wird, und enttäuscht das globale Wirtschaftswachstum, dann ist ein anhaltender struktureller Rückgang der Industrieproduktion am Standort Deutschland auch in den kommenden Jahren ein wahrscheinliches Szenario.

Sorgt die hohe Inflation für deutliche Lohnerhöhungen im nächsten Jahr?

Fazit: Die meisten Notenbanken sehen eine langfristig orientierte Inflationserwartung als Anker für stabile Teuerungsraten. Kurzfristige Preisfluktuation hätte somit keine Bedeutung für den Inflationsverlauf oder die Realwirtschaft.

Jüngste Studien kommen jedoch zu anderen Ergebnissen, insbesondere, wenn die Inflationsrate spürbare Überreaktionen zeigt. So hat auch der aktuelle allgemeine Preisanstieg trotz einer stabilen historischen Inflationsrate dazu geführt, dass große Unsicherheit über den zukünftigen Inflationsverlauf herrscht.

Dies wird zusammen mit der zunehmenden Volatilität auch die deutsche Lohnentwicklung im Jahr 2022 prägen. Erholt sich die Konjunktur wie erwartet, sind Tariflohnerhöhungen von bis zu 4 % im kommenden Jahr möglich – der höchste Anstieg seit 25 Jahren. Eine Lohn-Inflationsspirale ist dennoch nicht zu erwarten, da es in einer offenen, wettbewerbsintensiven Volkswirtschaft wie der deutschen nur begrenzten Spielraum für Preiserhöhungen gibt.

Inflation: Langfristige Erwartungen von geringer Bedeutung,

Die Notenbanken verweisen darauf, dass langfristige Inflationserwartungen verankert sind bzw. immer noch unter dem Inflationsziel liegen. Damit wäre die mittel- bis langfristige Inflationsdynamik ebenfalls fixiert. Schließlich würde, so die Argumentation, auch der Preisbildungsprozess in der Wirtschaft für Verbraucherpreise und Löhne von langfristigen Inflationserwartungen bestimmt. Nur im Fall von zunehmenden langfristigen Inflationserwartungen würden Preise nach oben getrieben, was dann eine höhere Inflation mit sich brächte. Somit ist nach Einschätzung vieler Experten die Glaubwürdigkeit einer Notenbank abhängig von stabilen Inflationserwartungen. Ist die Notenbank glaubwürdig, dann orientieren sich Erwartungen am langfristigen Inflationsziel und nicht an der jeweils aktuellen Inflationsrate (s. auch *IKB-Kapitalmarkt-News 7. Oktober 2021*). Eine neue Studie der US-Notenbank (s. *Why Do We Think That Inflation Expectations Matter for Inflation? (And Should We?)*) deutet jedoch daraufhin, dass langfristige Inflationserwartungen bei Weitem nicht die Bedeutung für den Inflationsprozess und die Realwirtschaft haben, wie es Notenbanken und die volkswirtschaftliche Theorie unterstellen.

... vielmehr sind Überraschungen entscheidend – vor allem für die Lohnentwicklung

Wird Inflation nicht von langfristigen Erwartungen getrieben, dann ist die Inflationsentwicklung auch nicht von diesen abhängig. Es ist eher andersherum, spricht die Inflation, vor allem wenn sie deutlich nach oben oder unten überrascht, bestimmt die kurzfristigen Erwartungen. Dies wird besonders deutlich bei der Lohnentwicklung, die eher von der aktuellen Teuerung bzw. Volatilität bestimmt wird. Überrascht die Inflationsrate, so wird sie für die Lohnentwicklung entscheidend und bestimmt den zukünftigen Preisbildungsprozess. Schließlich sind Lohnabschlüsse zeitlich begrenzt und der Fokus liegt auf den realisierten oder erwarteten Kaufkraftverlusten. Für eine effektive und glaubwürdige Geldpolitik ist demnach eine geringe Volatilität bzw. keine bedeutenden Überreaktionen der Inflationsrate wünschenswert. Der aktuelle Inflationsanstieg, auch wenn er als vorübergehend angesehen wird, könnte demnach dennoch einen längeren Einfluss auf die Wirtschaft haben. Schließlich ist die aktuelle Inflationsrate von über 4 % der höchste Wert in Deutschland seit 1993 und weicht vom Inflationsdurchschnitt der letzten 20 Jahre, der 1,5 % betrug, doch deutlich ab. Zudem betont die Notenbank, dass sie eine erhöhte Inflationsrate infolge einer Überreaktion dulden werde. Damit lenkt sie den Fokus auf die aktuelle Übertreibung und erhöht die Bedeutung der kurzfristigen Inflationserwartungen für die Lohnentwicklung. Dies steht im Gegensatz zu der Einschätzung, dass kurzfristige Übertreibungen der Inflationsrate wenig Bedeutung haben, da die Wirtschaft von langfristigen Erwartungen bestimmt wird und diese weiterhin stabil sind.

Aktuelle Inflationsrate und Geldpolitik erhöhen Bedeutung der aktuellen Inflationserwartungen

Notenbanken sehen sich oft als Anker der Stabilität. Deshalb ist grundsätzlich nicht von kurzfristigen und überraschenden geldpolitischen Veränderungen auszugehen. Dies liegt am langen und oft intransparenten geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Auch deshalb sehen sich Notenbanken weniger in der Rolle und Lage, kurzfristige Konjunkturzyklen auszugleichen. Mit einer Betonung auf der Tolerierung von Über- und Untertreibungen rund um das Inflationsziel erhöhen sie jedoch das Potenzial für Fluktuationen in der Realwirtschaft, da kurzfristige Inflationserwartungen und Entwicklungen aufgrund der höheren Volatilität an Bedeutung gewinnen. So definieren Notenbanken wie die Bank of England (BoE) auch nicht nur ein konkretes

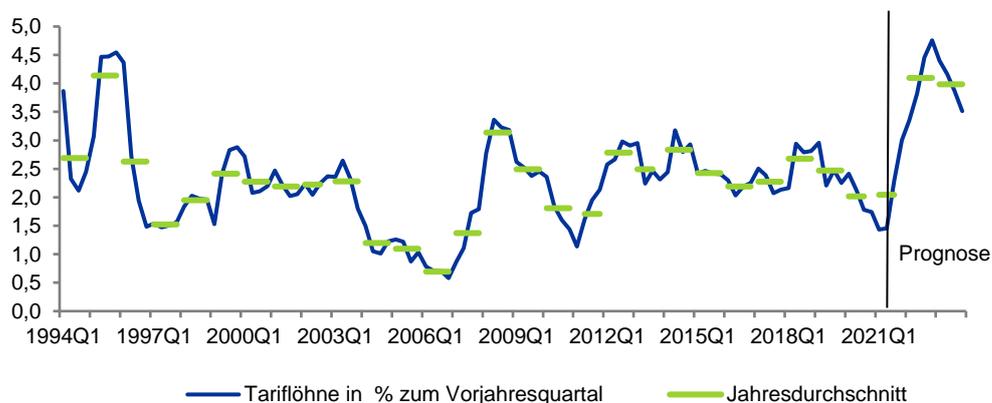
Inflationsziel, sondern eine Bandbreite, um trotz Übertreibungen bei der Inflationsrate eine Normalität der Inflationsentwicklung sicher zu stellen. Allerdings ist das nur dann von Erfolg gekrönt, wenn sich die Inflationsrate auch innerhalb der definierten Bandbreite bewegt, im Fall der BoE also bei 1 bis 3 %. Dennoch, eine Bandbreite entschärft einen überzogenen Fokus auf kurzfristige Inflationsvolatilitäten und damit die Bedeutung kurzfristiger Inflationserwartungen. Keine Angabe einer Bandbreite bei gleichzeitiger Akzeptanz einer höheren Volatilität – wie von der EZB praktiziert – schwächt hingegen die Effektivität eines Inflationsziels als Stabilitätsanker. Dies gilt vor allem dann, wenn es kurzfristige Inflationserwartungen sind, die Preise und Löhne bestimmen und nicht langfristige bzw. allgemeine Erwartungen über den Inflationsverlauf.

Was treibt die Löhne in Deutschland, und was ist im Jahr 2022 zu erwarten?

Im Kontext der vorigen Diskussion ist nicht überraschend, dass nach all den Jahren der niedrigen Inflation die Sorgen über die Inflationsentwicklung angesichts des deutlichen Inflationsanstiegs in diesem Jahr zunehmen. Selbst nahezu 20 Jahre mit stabilen Teuerungsraten konnten dies nicht verhindern. Zudem wird die Unsicherheit gestützt durch die Geldmengenausweitung, demografische Entwicklungen und den eingeschränkten Handlungsspielraum der EZB (s. *IKB-Kapitalmarkt-News 7. Oktober 2021*). Die Inflationsrate ist in Deutschland dank ihres Anstiegs auf inzwischen über 4 % zum zentralen Fokus wirtschaftlicher Entscheidungen geworden. Dies wird auch die Lohnentwicklung im Jahr 2022 beeinflussen. Da die Inflationsrate in den letzten Jahren stabil war, mag jedoch eine empirische Schätzung auf Basis von historischen Werten den Einfluss des Inflationsanstiegs auf die Tarifentwicklung unterschätzen. Schließlich wird sich die höhere Volatilität bzw. das damit einhergehende Risiko in Tarifierhöhungen spiegeln.

IKB-Schätzungen deuten darauf hin, dass Tariflöhne in Deutschland vor allem von der aktuellen/historischen sowie kurzfristig zukünftigen Inflationsrate bestimmt werden. Neben dem Inflationsverlauf ist die Situation am Arbeitsmarkt ebenfalls entscheidend. Sinkt die Anzahl der Erwerbstätigen, geraten die Löhne unter Druck. Deutliche Abweichungen von der empirischen Schätzung gab es zudem in der Finanz- und Coronakrise, da Tariflöhne nicht absolut zurückgehen können, auch wenn es der Einbruch bei Inflationsrate und Wirtschaft andeuten würden. Die effektiven Löhne sind hingegen infolge des Wegfalls von Überstunden, Sonderzahlung und der Möglichkeit von Kurzarbeit deutlich gesunken. Die IKB erwartet im Durchschnitt eine Inflationsrate von 3 % für 2021. Diese Inflationsrate dürfte zusammen mit einem stabilen Konjunkturausblick für das nächste Jahr für einen effektiven tariflichen Lohnzuwachs von ca. 4 % sorgen – dem höchsten seit 25 Jahren. Dies würde wiederum den Preiserhöhungsdruck in der Wirtschaft hochhalten und könnte auch im Jahr 2022 für eine relativ hohe Inflationsrate sorgen. Eine Lohn-Inflationsspirale scheint dennoch unwahrscheinlich. Unternehmen werden auf den Lohndruck mit Produktivitätssteigerungen reagieren. Im Falle einer weniger dynamischen Konjunktur werden sich hohe Lohnabschlüsse hingegen negativ auf die Beschäftigung auswirken (s. auch *IKB-Kapitalmarkt-News 24. August 2021*).

Abb. 1: Deutsche Tariflöhne, Veränderung in % zum Vorjahresquartal



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Prognose

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

	28. Okt.	Ende 2021	Mitte 2022	Ende 2022
3M-Euribor	-0,55	-0,50	-0,47	-0,47
3M-USD-Libor	0,14	0,20	0,20	0,24
10-Jahre Bund	-0,18	-0,05	0,20	0,30
10-Jahre U.S. Treasury	1,54	1,60	1,70	1,80

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

	28. Okt.	Ende 2021	Mitte 2022	Ende 2022
EUR/USD	1,16	1,16	1,15	1,14
EUR/GBP	0,84	0,85	0,88	0,88
EUR/JPY	132	130	128	125
EUR/CHF	1,07	1,09	1,12	1,13
EUR/HUF	363	364	365	371
EUR/CZK	25,7	25,6	25,3	25,4
EUR/TRY	11,0	10,8	11,2	11,7
EUR/PLN	4,62	4,6	4,6	4,57
EUR/RUB	82,0	84,0	86,0	89,1
EUR/MXN	23,6	23,6	23,4	23,9
EUR/ZAR	17,5	17,5	18,0	19,2
EUR/CNY	7,42	7,45	7,50	7,6
EUR/CAD	1,44	1,45	1,47	1,5
EUR/AUD	1,54	1,55	1,56	1,54

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

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