

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 2022: Stabiler Ausblick trotz Lockdown-Sorgen

2

Privater Konsum bleibt bisher Wachstumstreiber • Abschlussquartal 2021 wahrscheinlich ohne Dynamik • Wirtschaftsbelebung verzögert sich und verschiebt sich ins Jahr 2022 • Fiskal- und Geldpolitik werden weiter stützen

Deutsche Inflation 2022: Preisdruckrisiken bleiben erst einmal bestehen

4

Erneuter Lockdown bringt eher Inflations- als Konjunkturrisiken • Angebotsseite würde erneut belastet und zu Preisdruck führen • Steigende Löhne sind vor allem in Deutschland nicht auszuschließen • Preisdruck auf breiter Front wäre möglich

Klimapolitik: Politischer Aktionismus hilft dem Weltklima wenig

6

Ampelkoalition setzt Fokus auf Klimapolitik • Ziele und der Pfad zur Klimaneutralität werden zunehmend vorgegeben • Doch der optimale Weg ist nicht bekannt • Daher sollte einem globalen CO₂-Marktpreis als Steuerungsinstrument grundlegende Bedeutung zukommen • Hierfür sind klare Eigentumsrechte an der CO₂-Bilanz notwendig

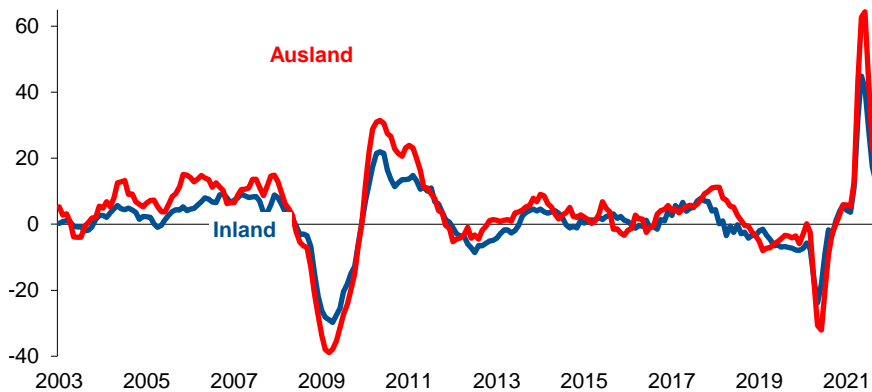
Großbritannien: Wo bleibt das Brexit-Chaos?

9

Britische Wirtschaft robuster als vielfach erwartet • Corona-Pandemie hat das Land zwar 2020 schwer getroffen • Inzwischen ist Wirtschaft aber in recht guter Verfassung • BIP-Vorkrisenniveau ist fast erreicht • Schätzungen zum Potenzialwachstum signalisieren überschaubare negative Brexit-Folgen

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



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

BIP-Wachstum

Deutschland	4,1
Euro-Zone	4,4
UK	4,7
USA	3,9
Japan	2,1
China	5,4

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

Deutsche Konjunktur 2022: Stabiler Ausblick trotz Lockdown-Sorgen

Im dritten Quartal waren es vor allem die privaten Konsumausgaben, die das Wirtschaftswachstum in Deutschland kräftig angeschoben und zu einem BIP-Wachstum von 1,7 % zum Vorquartal gesorgt haben. Während die privaten Haushalte 6,2 % mehr als im Vorquartal ausgaben, bremsten Staatskonsum (-2,2 %), Investitionen in Ausrüstungen (-3,7 %) und Bauten (-2,3 %) sowie der Außenhandel die Dynamik.

Kein spürbares Wachstum zum Ende von 2021

Doch die Verbraucher werden vorsichtiger, dies zeigt das Konsumklima, das die GfK für Dezember mit -1,6 Punkten prognostiziert. Im November stand das Barometer bei 1,0 Zählern. Dies belegen auch die Google-Mobilitätsdaten – zuletzt waren 10 % weniger Menschen einkaufen als in Vor-Corona-Zeiten, und die Tendenz ist wieder rückläufig. Dabei wird die Stimmung von zwei Faktoren belastet. Zum einen verunsichert die vierte Corona-Welle und zum anderen dämpft die Inflationsrate von aktuell 5,2 % die Kaufkraft der Verbraucher. Dies trübt die Aussichten für das bevorstehende Weihnachtsgeschäft. Beim GfK-Konsumklima verzeichneten sowohl die Konjunktur- und Einkommenserwartung als auch die Anschaffungsneigung zum Teil deutliche Einbußen. Damit könnte die Sparneigung zum Ende des Jahres wieder zunehmen. Die Sparquote fiel bereits in den vergangenen Quartalen deutlich höher aus, denn während der früheren Lockdowns gab es schlicht kaum Möglichkeiten, Geld auszugeben. Im dritten Quartal lag die Sparquote bei 10,7 %; im zweiten Vierteljahresabschnitt waren es noch 16,3 % und im ersten Vierteljahr 22,0 %.

Zudem belasten die Lieferengpässe das Angebot. So ist auch der Online-Handel, der in den letzten beiden Monaten des Jahres mehr als ein Viertel seines gesamten Jahresumsatzes erzielt, von den möglichen Lieferengpässen bei Waren betroffen. Insgesamt dürfte das vierte Quartal 2021 kalender- und saisonbereinigt kaum Wachstum bringen.

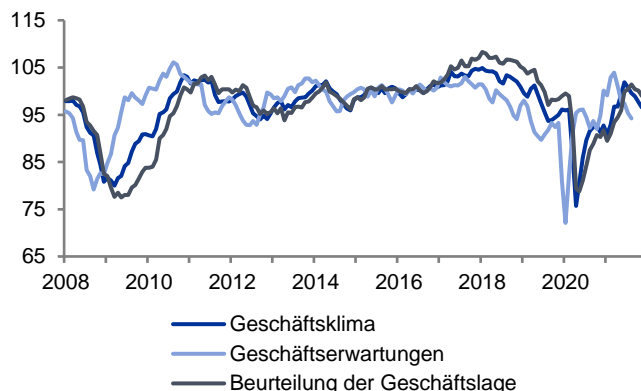
Ausblick 2022: Die erwartete Belebung verzögert sich

Auch wenn derzeit eine große Verunsicherung besteht: Der Ausblick für den privaten Konsum im nächsten Jahr bleibt positiv. Gemessen am IAB-Arbeitsmarktbarometer, das im November um 0,8 auf 104,0 Punkte sank, dürfte sich die Aufwärtsentwicklung am Jobmarkt zwar etwas abkühlen, ein größerer Rückschlag in der vierten Corona-Welle ist aber nicht zu erwarten.

Grundsätzlich nehmen aber die Sorgen über die Konjunkturentwicklung zu. Ursache sind steigende Inzidenzraten und die Angst vor einem erneuten Lockdown. Die Politik wird weiterhin alles daransetzen, einen weiteren nationalen Lockdown zu verhindern bzw. dessen Folgen abzumildern. Dazu gehören Maßnahmen, die betroffene Sektoren zu schützen. Auch wenn die Infektionszahlen auf Rekordniveau liegen, sollte die aktuelle Welle geringere Folgen für die Realwirtschaft haben als im Frühjahr 2020.

...

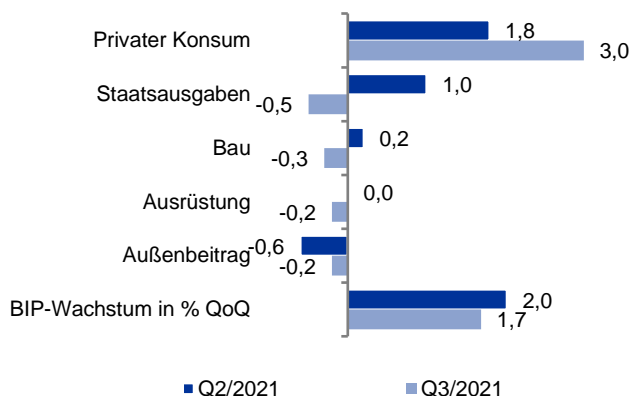
ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



Quelle: FERI (ifo)



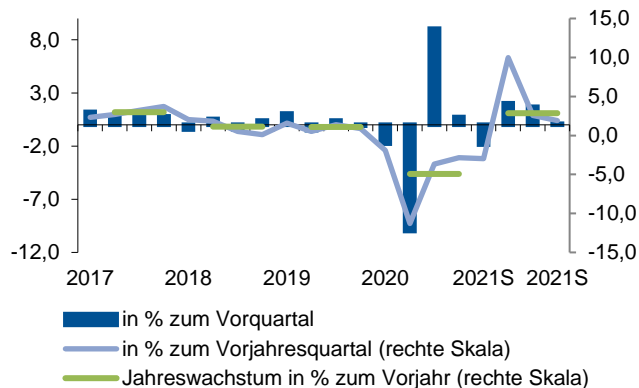
Wachstumsbeiträge zum BIP-Wachstum, in %-Punkte



Quelle: FERI (Statistisches Bundesamt)



Reales BIP-Wachstum, vierteljährlich



Quellen: FERI (Statistisches Bundesamt); IKB-Schätzung



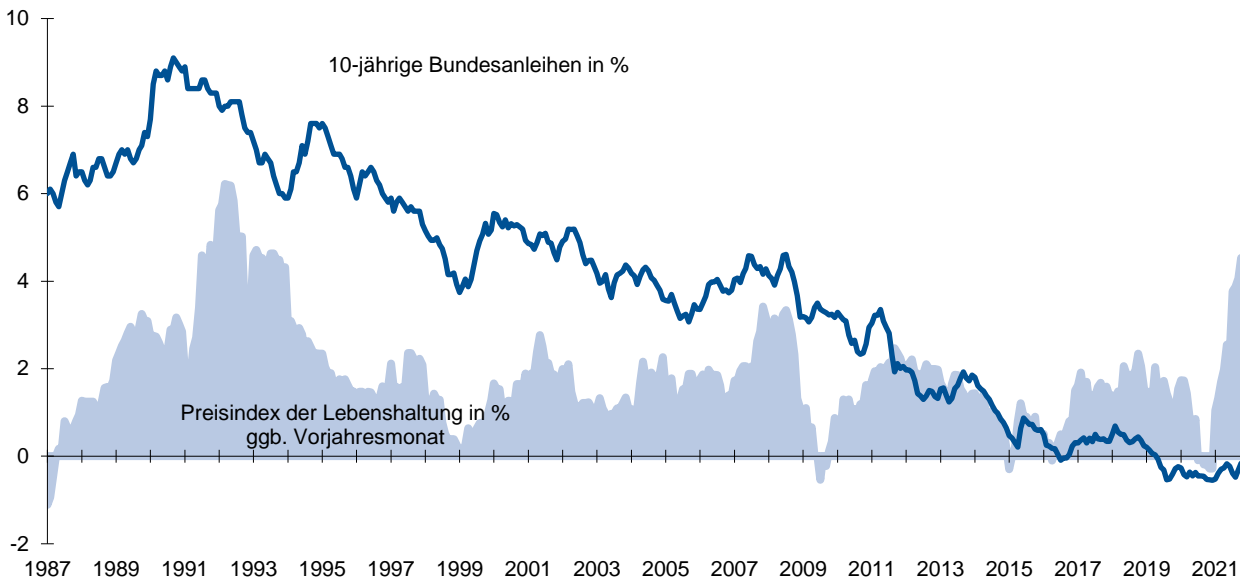
Bereits der zweite Lockdown Ende 2020 hat gezeigt, dass das wirtschaftliche Leben trotz weitreichender Schließungen von Dienstleistungsbetrieben deutlich weniger stark eingeschränkt war als im März und April 2020. Die Bevölkerung lernt mit der Pandemie umzugehen, neue Wege zu finden und die Mehrheit vertraut auf Booster-Impfungen.

So ist es weniger die Konjunktur, die sich aufgrund der Pandemieentwicklung spürbar eintrüben sollte. Sicherlich wird die Skepsis der Wirtschaft über den Konjunkturausblick im Jahr 2022 mit zunehmenden Schutzmaßnahmen steigen. Und auch das laufende vierte Quartal wird wohl kaum Wachstum bringen. Doch Stimmungsindikatoren wie das ifo Geschäftsklima oder die PMI-Indizes blieben bisher relativ robust. Die gute Auftragslage und die Möglichkeit, Preisdruck weiterzugeben, stärken die Stimmung. Margendruck scheint kein Thema zu sein. Zwar hat sich das ifo Geschäftsklima im November weiter eingetrübt, aber im Vergleich zu den vorangegangenen Krisen bleibt das Niveau relativ hoch.

Lokale wie globale Corona-Wellen werden dennoch ihre Spuren im Konjunkturverlauf hinterlassen. Investitionen werden hinausgeschoben und Abnehmer global verunsichert. Für das Verarbeitende Gewerbe bleiben Lieferengpässe kurzfristig das bestimmende Thema. Dennoch geht die IKB von einem stabilen Wachstum im Jahr 2022 aus – weil Infektionswellen weltweit weniger synchron verlaufen und Volkswirtschaften sowie Gesellschaften darauf unterschiedlich reagieren. Großbritannien ist hierfür ein Beispiel (siehe Beitrag S. 9). Die IKB erwartet eine stagnierende deutsche Wirtschaft im vierten Quartal und für das Jahr 2022 ein BIP-Wachstum von knapp über 4 %.

Angesichts der sich erneut zuspitzenden Pandemieentwicklung ist die Inflationsrate ein größeres Risiko für Deutschlands Wirtschaft (siehe Beitrag S. 4) als die Konjunkturentwicklung. Denn die aktuelle Fiskal- und Geldpolitik setzt weiterhin alles daran, die Nachfrage hoch und damit die Arbeitslosigkeit niedrig zu halten. Gerade in Deutschland könnte dies im Jahr 2022 zu spürbaren Lohnanstiegen auf breiter Basis führen.

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

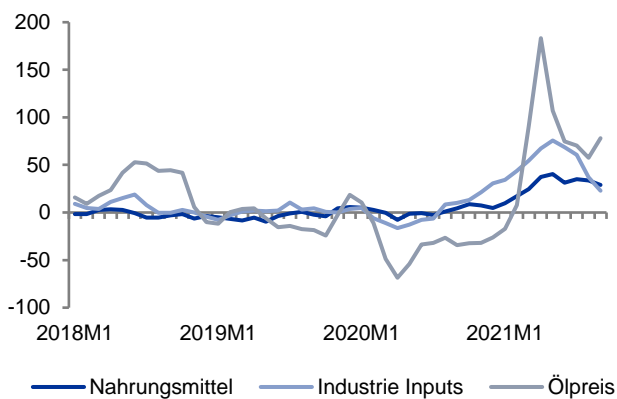


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Deutsche Inflation 2022: Preisdruckrisiken bleiben erst einmal bestehen

Welt: Rohstoffpreise, Veränderung in % zum Vorjahresmonat



Quelle: IWF

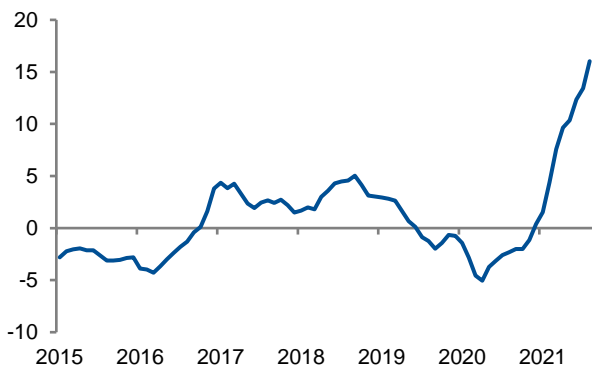


Die Inflationsrate ist im November auf über 5 % angestiegen. Ursache hierfür sind weiterhin die Energiepreise. Auch deutet der anhaltende Kostendruck bei den Erzeugerpreisen – unabhängig von der kurzfristigen Rohstoffpreisentwicklung – auf weiteren Aufwärtsdruck beim Verbraucherpreis. Zwar ist bereits eine moderatere Preisentwicklung bei industrienahen Rohstoffen infolge des weltweiten Rückgangs der Industrieproduktion zu erkennen. Diese sollte sich allerdings erst im Jahresverlauf von 2022 bei den Verbrauchern bemerkbar machen. Noch bleibt der Preisdruck also in den kommenden Monaten aufgrund hoher Energiepreise und Lieferengpässe bestehen.

Zwar wird die Inflationsrate nach ihren Höchstständen im November und Dezember Anfang 2022 aufgrund von Basiseffekten und des Mehrwertsteuer-Effekts wieder sinken. Im kommenden Jahr stehen dann aber andere Kostentreiber im Fokus, wie höhere Gaspreise bei den Endverbrauchern. Insgesamt wird eine deutlich niedrigere durchschnittliche Inflationsrate im kommenden Jahr immer weniger plausibel.

Grundsätzlich wird sich die Inflationsdynamik im Verlauf von 2022/23 ändern. Waren es im Jahr 2021 insbesondere Preisanstiege von Rohstoffen – speziell von Energie –, die die Inflationsrate nach oben getrieben haben, so sollte der Kosten- und Preisdruck in den kommenden Jahren deutlich breiter ausfallen und zunehmend von Zweitrundeneffekten bestimmt werden. Zwar wird die Inflationsrate ab Januar 2022 zurückgehen; die unterliegende Inflationsdynamik könnte aber anziehen, da mit zunehmendem Lohndruck (Lohnerhöhungen sowie Sonderzahlungen) zu rechnen ist. Somit ist infolge von zu erwartenden Lohnforderungen von einem breiteren Inflationsdruck auszugehen. Hieran ist die Fiskalpolitik nicht unschuldig. Sie hat durch ihre Krisenpolitik bis dato verhindert, dass strukturelle Veränderungen stattfinden und Arbeitsplätze in besonders negativ betroffenen Branchen abgebaut bzw. die Arbeitskräfte anderen Branchen zur Verfügung gestellt werden. Somit ergibt sich beides – eine in Teilbereichen nicht ausreichende Nachfrage bei gleichzeitig aufbauendem Mangel an Arbeitskräften.

Deutschland: Erzeugerpreis-inflation in %



Quelle: FERl (Statistisches Bundesamt)



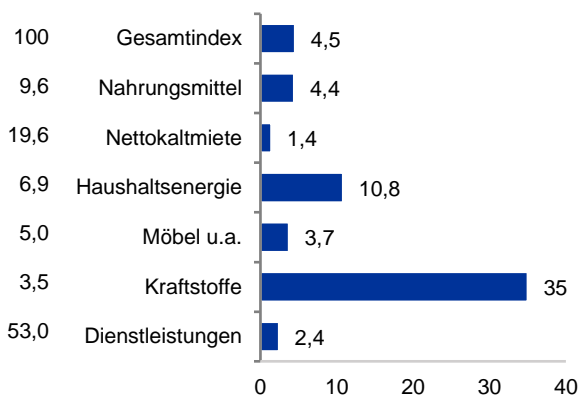
Staatliche Arbeitsplatzsicherungsmaßnahmen wie Kurzarbeit und das Aussetzen der Insolvenzantragspflicht haben den notwendigen Anpassungsprozess bis dato verhindert, die Nachfrage hochgehalten und so einen Beitrag zu der ursprünglich durch Rohstoffpreise induzierten Inflationsentwicklung geliefert.

Aus dieser Sicht wäre eine schnelle Einschränkung der Kurzarbeiterregelung wünschenswert gewesen. Die Gefahr einer durch die Fiskalpolitik unterstützte Überhitzung – vor allem wenn weitere Lockdown-Maßnahmen die Angebotsseite belasten – ist auch für die Euro-Zone ein Thema. Denn die Europäische Kommission hat im Zuge der Corona-Krise die allgemeine Ausnahmeklausel für die Fiskalregeln nicht nur für die Jahre 2020 und 2021 aktiviert, sondern auch für das Jahr 2022, während der Wiederaufbaufonds zusätzliche fiskalische Nachfrageschübe im Jahr 2022 liefern sollte (siehe [SVR-Jahresgutachten 2021/22](#)). Angesichts einer Krisenpolitik, die dann drei Jahre andauern würde, werden inzwischen notwendige Anpassungen in der Wirtschaft eher ausgebremst.

Diese Fiskal- wie Geldpolitik wirkt gerade dann inflationär, wenn die Corona-Pandemie – wie sich jetzt zunehmend herausstellt – nachhaltige Effekte haben wird und sich die Anpassung zu einer neuen Normalität verzögert. Sollten im Jahr 2022 weitere Lockdowns notwendig sein, steigt nicht nur das Inflations-, sondern auch das Rezessionsrisiko. Denn anders als in gewöhnlichen Rezessionen schrumpft die Nachfrage nicht ausstreichend genug, um Deflationsdruck zu generieren. Stattdessen könnte die stabile Nachfrage eher für Inflationsdruck sorgen.

Auch wenn die unterliegende Preisdynamik anziehen könnte, wird die Inflationsrate im Verlauf von 2022 dennoch sinken und zum Jahresende voraussichtlich bei unter 2 % liegen. Stabilisieren sich zudem die Rohstoffpreise, könnte der Trend noch verstärkt werden. Der Inflationsverlauf im kommenden Jahr ist jedoch kein Indiz dafür, dass keine Inflationsrisiken bestehen. Fiskal- sowie Geldpolitik werden kurzfristig für weiteren Preisdruck sorgen – vor allem wenn die Angebotsseite infolge von Lockdown-Maßnahmen erneut belastet wird. Aber: Für einen nachhaltigen Inflationsanstieg fehlt in der Euro-Zone ein ausreichend kräftiges Nachfragewachstum. Das sollte sich bei den hohen Schuldenquoten mittelfristig auch kaum ändern.

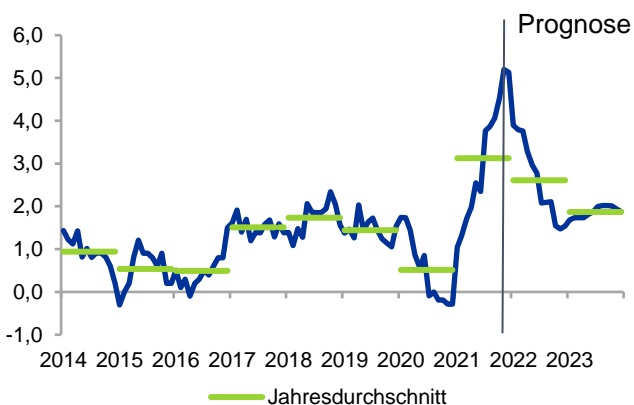
Deutschland: Verbraucherpreis-inflation in %, Oktober 2021



Quelle: Statistisches Bundesamt



Deutschland: Verbraucherpreis-inflation in %



Quellen: FERl (Statistisches Bundesamt); IKB-Prognose



Klimapolitik: Politischer Aktionismus hilft dem Weltklima wenig

Fazit: Mit Antritt der Ampelkoalition steigt die Erwartung einer zielorientierten Klimapolitik, die sich an das Pariser Abkommen anlehnt. Da die Politik nun konkrete Schritte einleitet, bewegen wir uns spürbarer zu diesem Ziel hin. Ob das Ziel dadurch jedoch effizienter erreicht wird, bleibt abzuwarten. Denn wir kennen den genauen Weg zur Klimaneutralität noch nicht.

Notwendig ist deshalb weniger die Vorgabe des Weges, erforderlich sind vor allem Marktpreise, die Angebot und Nachfrage ins Gleichgewicht bringen. Wie bei allen Rohstoffpreisen ist deshalb eine globale CO₂-Bepreisung notwendig, die durch den Markt bestimmt wird. Hierfür sind klare Eigentumsrechte an der CO₂-Bilanz eines Landes dringende Voraussetzung. Eigenverantwortung wäre wünschenswert, ein globales Schiedsgericht notwendig.

Die Illusion der Kontrolle

Wir neigen dazu, den Weg zu einem Ziel so genau wie möglich zu definieren und vorzugeben, da wir glauben, das Ziel nur so erreichen zu können. Ist der Weg allerdings unklar, werden wir das Ziel nicht auf dem effektivsten und schnellsten Weg erreichen, da wir keine Referenz, Schilder oder Maßnahmen haben, die uns zum Ziel führen. Während ein geplanter Weg für persönliche Ziele durchaus sinnvoll sein mag, gilt dies nicht für eine Volkswirtschaft. Schließlich ist sie keine steuerbare Einheit, sondern ein komplexes offenes System von individuellen Marktakteuren wie Konsumenten oder Produzenten. Und jede Vorschrift führt in einer freien Gesellschaft zwar oft zu gewünschten Reaktionen, aber eben auch zu unerwünschten.

Nun wurde von der Bundesregierung das Ziel formuliert, bis spätestens 2045 einen Netto-Null-CO₂-Ausstoß in Deutschland zu erreichen – also klimaneutral zu werden. Damit das auch glaubwürdig ist, müsse der Weg dahin definiert werden – so die Einschätzung vieler Politiker. Auch die Ampelkoalition denkt, dass es nun endlich mit der Klimapolitik vorangehen muss. Und sicherlich wird mit all den nun zu erwartenden Vorgaben, Regulierungen, Zwischenzielen und Auflagen viel bewegt werden. Doch auch wenn der Weg zum Klimaschutz durch Regulierungen, Verbote, gut gemeinten Intentionen und vielen Wünschen anschaulicher wird, so sichert dieser Aktionismus nicht unbedingt einen effizienten bzw. schnellen Erfolg. Das Problem: Niemand kennt den exakten und effizientesten Weg zur Klimaneutralität. Technologischer Wandel ist nicht vorhersehbar, ebenso wenig wie sich verändernde Präferenzen der Bevölkerung. Und doch kann das Ziel erreicht werden, wenn die Rahmenbedingungen und Anreizstrukturen in der Wirtschaft konsequent darauf ausgerichtet werden.

Der starre Glaube an einen klar definierten Weg zum Ziel führt oftmals zu Irrwegen, vor allem wenn sich Rahmenbedingungen unerwartet ändern, was in einer offenen Volkswirtschaft und in einem dynamischen Prozess der schöpferischen Zerstörung eher Norm als Ausnahme ist, zumindest nach Schumpeter. Eines ist jedoch unbestritten: Dezentrale und auf Eigennutz ausgerichtete Prozesse sind klar effizienter als eine zentrale Steuerung, die auf gut gemeinten Intentionen und Verboten basiert. Wie schon das Sprichwort sagt: „*The road to hell is paved with good intentions*“, führen staatliche Vorgaben oftmals eher zu ungeeigneten Anreizstrukturen und unbeabsichtigten Konsequenzen als zu effizienten Lösungen. Das Ziel könnte sogar erreicht werden, die resultierenden Opportunitätskosten dürften allerdings enorm hoch ausfallen. Doch diese lassen sich nicht einfach erkennen, was zur Folge hat, dass allein das Erreichen des Ziels als Erfolg gesehen wird. Dem ist allerdings nicht so.

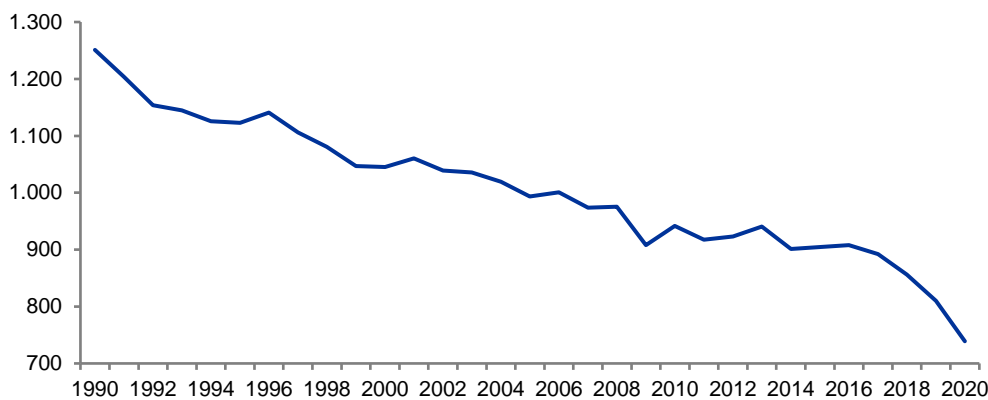
CO₂-Kontingente – ein Rohstoff wie jeder andere?

Es wird immer wieder betont, die Kosten des Klimaschutzes seien hoch. Doch das ist eine falsche Sichtweise. Es geht eher darum, die eigentlichen Kosten des wirtschaftlichen Lebens korrekt darzustellen. Die Kosten waren schon immer da; sie waren aber aufgrund fehlender Eigentumsrechte nicht sichtbar und wurden deshalb ignoriert. Die Folge ist der Klimawandel, der Teile der Kosten des historischen Konsums auf drastische Weise auf die Allgemeinheit abwälzt und sichtbar werden lässt. Veränderung ist notwendig – beim Verbrauch, bei der Produktion und damit den Investitionen. Veränderungen finden jedoch nur dann in einem ausreichenden und effizienten Maße statt, wenn Anreizstrukturen klare Signale senden. In einer freien Gesellschaft findet dies über persönliche Entscheidungen über Kosten und Nutzen statt. Damit sich das Verhalten ändert, müssen sich deshalb relative Preise anpassen. Doch dies muss nicht notwendigerweise mit höheren Steuern und einer vom Staat bestimmten Preisbildung einhergehen. Vielmehr sind klar definierte Eigentumsrechte und damit ein globaler Markt für CO₂-Emissionen notwendig. Länder, die eine negative CO₂-Bilanz haben, müssen die

Kosten tragen, indem sie von Ländern mit einer positiven CO₂-Bilanz – oftmals Schwellenländer mit niedriger Industrialisierung oder z. B. großem Waldbestand – CO₂-Kontingente einkaufen.

So wie die Weltwirtschaft keinen Handelsbilanzüberschuss aufweisen kann, ergeben sich bei einem Ziel von Netto-Null-Emissionen auch keine globalen CO₂-Defizite bzw. -Überschüsse. Sind die CO₂-Kontingente geringer als der Ausstoß, schießen die CO₂-Preise in die Höhe und beschleunigen einen Anpassungsprozess. Entscheidend ist, dass sich die Länder auf globaler Ebene zu ihren Kosten bzw. positiven CO₂-Kontingenten bekennen. Der in Glasgow eingebrachte Vorschlag eines globalen CO₂-Preises wäre demnach ein Schritt in die richtige Richtung. Allerdings darf dieser nicht arbiträr gesetzt werden, sondern muss durch Angebot und Nachfrage bestimmt werden. Dies würde auch den Regenwald schützen, da dieser zu einem wichtigen und vor allem messbaren Rohstofflieferant für CO₂-Reduzierung werden würde.

Abb. 1: Treibhausgas-Emissionen in Deutschland, Mio. t CO₂-Äquivalente



Quellen: Eurostat; bmu

Luft und Meere werden verschmutzt, der Amazonas abgeholzt. Warum? Weil niemand Verantwortung übernimmt. Warum? Weil sich niemand angesprochen fühlt. Ein Wirtschaftswachstum, das die relevanten Kosten transparent berücksichtigt, braucht deshalb in erster Linie nicht mehr Staatseingriffe in die Wirtschaft; vielmehr sollte der Staat seine primäre Aufgabe erfüllen: Die Rahmenbedingungen zu definieren, damit Märkte funktionieren. In unserem konkreten Fall heißt dies, Eigentumsrechte zu definieren bzw. zu bewahren und Klimasünder in die Verantwortung zu nehmen. Es braucht nicht mehr Klarheit durch Regulierung, damit der Klimaschutz an Fahrt aufnimmt und der Ernst der Lage erkannt wird. Es braucht vielmehr Klarheit durch Preisadjustierungen, und zwar in vielen Sphären unseres Lebens. Soziale Ziele, wie das Abmildern der korrekten bzw. markträumenden Preise ist ein Thema der Sozialpolitik und sollte nicht mit dem Preisbildungsprozess vermischt werden. Im Klartext: Höhere Kosten durch die korrekte Bepreisung aller Rohstoffe wird das reale Einkommen einiger Einkommensebenen belasten. Entweder passt sich der Lebensstandard an oder es sind Subventionen für selektive Einkommensebenen nötig.

Wirtschaftswachstum ist nicht das Problem

Wachstum ist kein Selbstzweck. Ziel ist es, mehr Güter bzw. Güter mit einem höheren Mehrwert oder Nutzen mit weniger Ressourcen oder Arbeitskraft zu produzieren. Nur so ist ein stabiler oder wachsender Pro-Kopf-Konsum einer zunehmenden Weltbevölkerung sicherzustellen. Entscheidend ist, dass alle Kosten in die Rechnung mit aufgenommen werden. Werden Ressourcen verbraucht, die nicht wiedergewonnen oder produziert werden können, ist das tatsächliche Wachstum niedriger, da diese Ressourcen aufgebraucht werden. So ist es nicht richtig, von Ölproduktion zu sprechen. Es ist keine Produktion, sondern eine Abnutzung von Beständen auf der Erde. Doch viele Ressourcen werden nicht verbraucht, sondern nur umgewandelt. Bei den richtigen Marktpreisen ergeben sich hieraus neue Anreize zum Recyclen und effizienteren Produzieren. Niemandem ist geholfen, wenn Rohstoffe wie Eisenerz, Kupfer oder andere Metalle im Boden bleiben. Das Problem ist nicht Wachstum. Das Problem sind falsche Preise für Ressourcen, die zu einer Verschwendung führen und keinen Anreiz zur Substitution bzw. für technologische Innovation und Effizienz schaffen.

Doch Wirtschaftswachstum kommt vor allem durch technologischen Wandel. Wachstum wird durch Innovationen getrieben. Das Bruttosozialprodukt wird zunehmend von Dienstleistungen und damit vor allem von Wissen und menschlichem Kapital bestimmt. Rohstoffe und physisches Kapital spielen dabei eine immer geringere Rolle in der Wertschöpfung. Woher kommt der Wert eines PC, eines Pharmaprodukts oder von

Software? Sicherlich nicht von den Rohstoffen. Auch braucht ein deutlich schnellerer Prozessor und damit eine höhere Wertschöpfung in der Herstellung nicht bedeutend mehr Ressourcen. Wer nun argumentiert, dass wir genug Wachstum und Wohlstand hätten, sollte nachdenken: Wann hätten das Wirtschaftswachstum und damit der Drang zu Verbesserungen enden sollen? Vor oder nach der Entwicklung des E-Autos, des Smartphones oder des Internets? Vor oder nach grünem Wasserstoff, Photovoltaik-Anlagen oder Digitalisierung?

Verschwendung oder Umweltverschmutzung können in einer freien Volkswirtschaft, in der Eigentumsrechte klar definiert sind und technologischer Wandel belohnt wird, nicht stattfinden. Wer es nicht glaubt, sollte sich die Ressourcennutzung, Lebensstandards und Umweltschäden in zentral regierten Ländern anschauen.

Großbritannien: Wo bleibt das Brexit-Chaos?

Fazit: Nach dem Brexit-Referendum im Jahr 2016 fielen die meisten Prognosen für die britische Wirtschaft recht pessimistisch aus; demnach müsste die britische Wirtschaft aktuell infolge des EU-Austritts und der Belastungen durch die Corona-Pandemie besonders schlecht dastehen.

Der BIP-Einbruch vor anderthalb Jahren schien die Pessimisten zunächst zu bestätigen. Doch inzwischen zeigt sich die britische Wirtschaft wieder in relativ guter Verfassung – gerade im Vergleich zur deutschen. Deshalb denkt die Bank of England bereits über erste Zinsanhebungen nach, zumal Schätzungen zum Potenzialwachstum die These stützen, die negativen Konsequenzen aus dem Brexit könnten überschaubar bleiben.

Brexit – much ado about nothing?

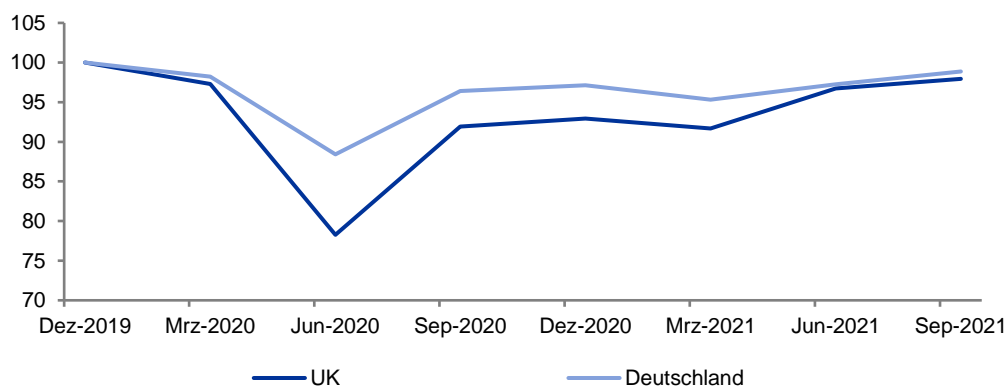
Als Großbritannien im Sommer 2016 den Austritt aus der EU beschloss, war man sich überwiegend einig, dass dies sei keine gute Idee ist: Die Briten würden kurz- und langfristig wirtschaftliche Einbußen erleiden und deutliche Wohlstandsverluste hinnehmen müssen. Die Frage war nicht ob, sondern wieviel das BIP belastet würde. Kurzfristig wären es vor allem Vertrauensverluste, die Investitionen belasten und Konsumenten verunsichern würden. Auch wurde von einem allgemeinen Exodus der Londoner Finanzdienstleister nach Frankfurt, Paris oder Dublin ausgegangen. Zudem sollte sich der Brexit langfristig als kostspieliges Unterfangen für den britische Wohlstand darstellen, da Großbritannien den uneingeschränkten Zugang zu einem der weltweit größten Märkte – der EU – verlieren würde. Dies gelte ebenso für finale Güter, die Großbritannien exportiere wie für Arbeitskräfte aus der EU, die in Großbritannien arbeiten. Beides würde das Potenzialwachstum auch aufgrund höherer Transaktionskosten belasten.

Die erste Überraschung war, dass die britische Wirtschaft infolge des Referendums und der daraus folgenden Unsicherheit nicht einbrach. Entgegen der Erwartungen hat sich die Unternehmens- sowie Konsumentenstimmung auch in den Folgejahren nicht spürbar eingetrübt; selbst Investitionen haben sich als eher robust erwiesen, die Investitionsquote ist relativ stabil geblieben. Und das, obwohl auch nach dem Referendum die Austrittsverhandlungen für viel Unsicherheit und vielerorts sogar für Verstimmung zwischen UK und der EU sorgten. **Wie hat sich nun die Wirtschaft seither und vor allem in der Corona-Pandemie entwickelt?**

BIP-Wachstum in und nach Corona – Großbritannien holt auf

Am 31. Januar 2020 verließ Großbritannien die EU, wenige Wochen bevor die Corona-Pandemie über Europa und die Welt hereinbrach. Dies hätte ein doppelter Schlag für die Briten sein können. Die britische Wirtschaft wird seitdem allerdings vor allem durch die Corona-Pandemie geprägt. Kein anderes Land in Europa musste zu Anfang der Pandemie einen so starken Wirtschaftseinbruch verkraften wie Großbritannien. Allerdings kam die Wirtschaft im dritten Quartal 2020 ebenso schnell wieder auf die Beine.

Abb. 1: Reales vierteljährliches BIP, Q1/2019 = 100



Quellen: Statistisches Bundesamt; ONS

Großbritannien und Deutschland stehen kurz davor, wieder das BIP-Niveau von vor der Krise zu erreichen. Im dritten Quartal 2021 ist die britische Volkswirtschaft noch 2 % und die deutsche noch 1 % davon entfernt.

Und das, obwohl der Verlust von ausländischen Arbeitskräften – eines der Hauptmotive für den Austritt aus der EU – in Großbritannien zu Versorgungsengpässen führte.

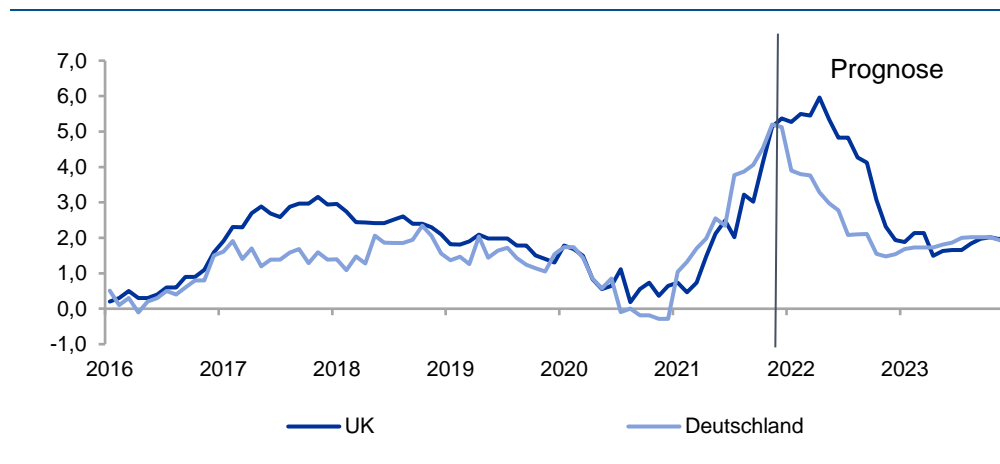
Die IKB erwartet für Großbritannien ein BIP-Wachstum von 7,5 % im Jahr 2021 und 4,7 % im Jahr 2022. Die relative Stabilität des britischen BIP-Wachstumsverlauf spiegelt sich auch im Verhalten der Bank of England (BoE). Diese überlegt, in den kommenden Monaten eine erste Zinsanhebung anzukündigen. Dies ist in Großbritannien von besonderer Bedeutung, da dort die meisten Immobilienkredite variabel verzinst sind. Eine Zinserhöhung durch die Notenbank hat demnach einen sofortigen Effekt auf das verfügbare Einkommen. Mit einem Zinsschritt würde die BoE also klar signalisieren, dass die britische Wirtschaft durchaus in der Lage ist, diesen Schritt zu verkraften. Die EZB scheint hingegen noch weit von jeglichen Gedanken an eine Zinsanhebung entfernt zu sein.

Inflation und langfristige Renditen – britische Kapitalmärkte von Entwicklung überzeugt

Die Inflationsrate in Großbritannien sollte bis Jahresende auf über 4 % ansteigen. Die Gründe sind bekannt: Kostendruck infolge von Lieferengpässen und steigende Rohstoffpreise haben zu einem als temporär eingeschätzten Preisanstieg geführt. Wie in Deutschland spielen auch Basiseffekte infolge von Mehrwertsteuersenkungen im Jahr 2020 eine Rolle. Für 2021 erwartet die IKB eine Inflationsrate von 2,6 % für Großbritannien und von 3,1 % für Deutschland. Die britische Inflationsrate sollte aber weiter ansteigen und im April 2022 mit über 5 % ihren Gipfel erreichen. Der Höhepunkt kommt also später als in Deutschland, hier wird erwartet, dass der Peak im November war – mit einer Inflationsrate von leicht über 5 %.

Lieferengpässe infolge des Brexit und der Corona-Pandemie haben also zu keinem spürbar unterschiedlichen Inflationsverlauf in Großbritannien geführt. Auch für 2022 ist der Verlauf analog – in Großbritannien wie Deutschland und anderen Industrieländern wird für das kommende Jahr von höheren Teuerungsraten ausgegangen. Die Sorge, die Corona-Auswirkungen führe in Kombination mit dem Brexit zu deutlich stärkeren Verwerfungen auf der Angebotsseite und damit gravierenderen Lieferengpässen, spiegelt sich aktuell weder im tatsächlichen noch im erwarteten Inflationsverlauf wider. Wie im Rest der Welt wurden allerdings auch in Großbritannien die Inflationsprognosen für das kommenden Jahr nach oben angepasst.

Abb. 2: Inflationsraten in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bloomberg

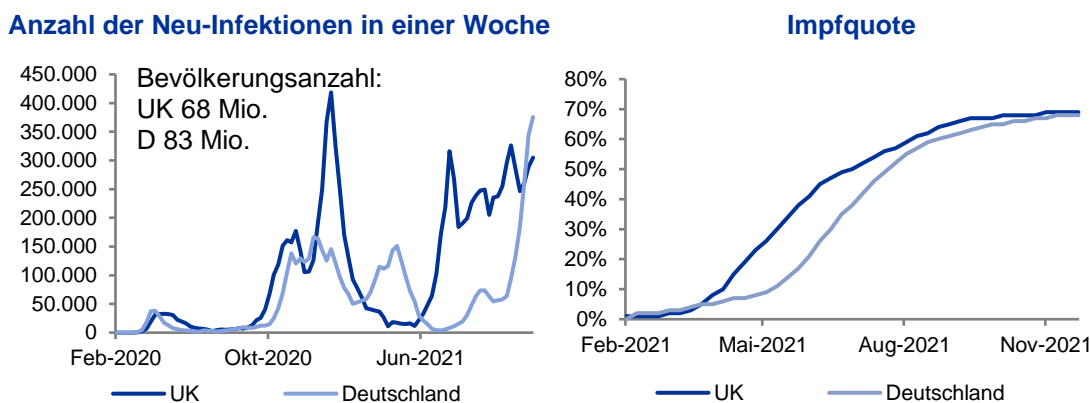
Die Inflationsrate hat aktuell die Bandbreite des Inflationsziels der britischen Notenbank von 1 bis 3 % deutlich überschritten. Doch die BoE hat eine uneingeschränkte Glaubwürdigkeit. Dies mag an einem über Jahre gelebten Inflationsziel liegen. Es mag auch daran liegen, dass der potenzielle Handlungsspielraum der BoE nur durch die Schuldentragfähigkeit **eines Staats** – nämlich Großbritanniens – beeinflusst wird; anders als im Euro-Raum, wo **eine Vielzahl von hochverschuldeten Staaten** und insbesondere das schwächste Mitglied einen bestimmenden Einfluss auf den Freiheitsgrad der Notenbank ausüben kann. Obwohl auch die BoE ein Ankaufprogramm für Unternehmensanleihen sowie Staatsanleihen aufgelegt hat, ist das britische Renditenniveau fundamental deutlich nachvollziehbarer als Bundrenditen. Zwar notierten die britischen Renditen am Höhepunkt der Pandemie Mitte 2020 bei fast 0 %. Seit Anfang 2021 steigen sie jedoch und haben inzwischen rund 1 % erreicht. Der Kapitalmarkt stellt der Wirtschaft Großbritanniens somit ein deutlich besseres Zeugnis aus als der Euro-Zone. Für Befürworter der Theorie von Zombie-Firmen spricht dies auch eher für langfristiges Wachstum der britischen Wirtschaft.

Entwicklung der Corona-Pandemie: Trotz anfänglicher Schrecken inzwischen ein ähnlicher Verlauf

Die Briten wurden zunächst von der Corona-Pandemie hart getroffen, besonders im Frühjahr 2020. Mitte Juli 2021 konnten jedoch fast alle Zwangsmaßnahmen und Einschränkungen aufgehoben werden. Allerdings steigen die Infektionszahlen wieder an, und die Impfbereitschaft der Briten hat deutlich nachgelassen, sodass in Großbritannien wieder über die Wiedereinführung der Maskenpflicht und Zutrittskontrollen sowie Impfpässe nachgedacht wird. Dennoch scheint UK im Vergleich zu Deutschland in der Pandemieentwicklung einen Schritt weiter zu sein. Nicht bezogen auf die offiziellen Impfquoten, die in beiden Ländern auf ähnlich „niedrigem“ Niveau stagnieren (UK 69 %, D 68 %), sondern bezogen auf die deutlich höhere Infektionsrate (UK 15,0 %, D 7,0 %), die allerdings auch mit einer erheblich größeren Zahl an Todesfällen (UK 145.000, D 100.000) verbunden ist, obwohl in Großbritannien 15 Mio. weniger Menschen leben als in Deutschland.

Doch diese Zahlen sind eher ein Zeichen eines unterkapitalisierten und in der Krise überlasteten Gesundheitssystems bzw. einer falschen Krisenpolitik. Laut dem britischen Medizinverband BMA fehlen rund 50.000 Ärzte. Auch ist die Anzahl der Ärzte pro 1.000 Einwohner mit 2,8 deutlich niedriger als in der EU, wo sie bei 3,7 liegt. In Deutschland liegt diese Quote über 4. Hier hat der Brexit die Situation nicht verschlimmert, denn die Anzahl der Ärzte hat sich in Großbritannien zwischen 2016 und 2020 nicht reduziert. Der Mangel an Ärzten hat sicherlich viele Ursachen. Am Ende sind Anreizstrukturen notwendig. Doch gerade diese könnten durch den Brexit verbessert werden, da dieser den Ärztemangel in die öffentliche Wahrnehmung gebracht hat. Auch ist das britische Gesundheitssystem offen, was eine schnelle und spürbare Aufstockung von Ärzten erlaubt. Bereits aktuell haben 37 % der Ärzte ihre Qualifikation im Ausland erworben – und davon über die Hälfte in Asien (*Why is there a shortage of doctors in the UK? (rcseng.ac.uk)*).

Abb. 3: Corona-Pandemie: Vergleich UK und Deutschland



Quelle: Bloomberg

Schätzungen des Potenzialwachstums immer noch deutlich höher als für Deutschland

Die britische Notenbank erwartet in ihrem jüngsten Bericht über die Geldpolitik ein mittelfristiges Potenzialwachstum von 1,5 % (*Bank of England Monetary Policy Report November 2021*). Da sich die Pandemie negativ auf die Arbeitsproduktivität und Investitionen auswirkt, werden die Folgen für das Potenzialwachstum als leicht negativ eingeschätzt. Der Brexit hingegen wird in dem 56-Seiten-Dokument nur zweimal erwähnt – und das eher als Nebenschauplatz. Vor der Pandemie lagen die Schätzungen für das Potenzialwachstum bei 1,75 %, vor der Finanzkrise noch bei 2,75 %. Der Grund für den Rückgang seit der Finanzkrise wird vor allem in einer langsamer steigenden Produktivität gesehen. Aktuell wird für die kommenden Jahre von einem Produktivitätswachstum von 1 % ausgegangen.

Wie in Großbritannien sinkt auch in Deutschland das Potenzialwachstum schon länger und liegt bereits seit der Jahrtausendwende um oder unter 1,5 %. Laut dem jüngsten Gutachten des Sachverständigenrat ist es von 1,5 % im Jahr 2016 auf 1 % im Jahr 2020 gesunken (*Transformation gestalten: Bildung, Digitalisierung und Nachhaltigkeit (sachverstaendigenrat-wirtschaft.de)*). Auch in den kommenden Jahren wird ein weiterer Rückgang auf bis zu 0,8 % erwartet – damit läge es fast um die Hälfte niedriger als das aktuell geschätzte Niveau für Großbritannien.

Einschätzung: Das Potenzial der britischen Wirtschaft Wohlstand zu schaffen, hat sich insbesondere seit der Finanzkrise und durch die Corona-Pandemie weiter reduziert. Hingegen findet der Brexit in den jüngsten Schätzungen der BoE keine wesentliche Beachtung. Ein rückläufiges Potenzialwachstum ist auch in Deutschland zu erkennen. Entscheidend für beide Länder scheint ein Anstieg der Produktivität zu sein – eine bekannte Herausforderung für Länder mit alternder Bevölkerung.

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

	25. Nov	Ende Q1 2022	Ende Q2 2022	Ende 2022
3M-Euribor	-0,57	-0,50	-0,47	-0,45
3M-USD-Libor	0,18	0,20	0,24	0,35
10-Jahre Bund	-0,23	-0,15	0,10	0,30
10-Jahre U.S. Treasury	1,63	1,60	1,70	1,80

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

	25. Nov	Ende Q1 2022	Ende Q2 2022	Ende 2022
EUR/USD	1,12	1,13	1,14	1,12
EUR/GBP	0,84	0,85	0,87	0,89
EUR/JPY	129	131	132	127
EUR/CHF	1,05	1,06	1,08	1,11
EUR/HUF	369	365	361	365
EUR/CZK	25,5	25,4	25,2	25,4
EUR/TRY	13,6	11,8	11,5	12,2
EUR/PLN	4,68	4,64	4,60	4,55
EUR/RUB	83,8	82,0	84,8	89,0
EUR/MXN	24,0	23,5	23,4	23,8
EUR/ZAR	17,8	17,6	18,0	18,6
EUR/CNY	7,16	7,25	7,30	7,26
EUR/CAD	1,42	1,44	1,43	1,45
EUR/AUD	1,56	1,54	1,53	1,55

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