

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: Erholung im Schatten des Ukraine-Konflikts 2

Vor der Ukraine-Krise machte sich Optimismus breit • Eskalation des Konflikts bringt extreme Unsicherheit • Energiepreise werden steigen • Höhere Inflation und vor allem Unsicherheit werden erwartete Konjunkturerholung belasten

Ukraine-Konflikt: Mögliche Gegenmaßnahmen zu Sanktionen bergen Risiken, doch Bundrenditen werden weiter steigen 4

Wirksamkeit der EU-Sanktionen bleibt unsicher • Mögliche Gegenmaßnahmen dürften Konjunktur in Europa belasten • Aktuell überwiegen aber eher Inflations- statt Konjunkturrisiken • Fortsetzung der geldpolitischen Wende lässt Bundrenditen steigen •

Ukraine-Russland-Krise: Notenbanken sollten an geldpolitischer Wende festhalten 6

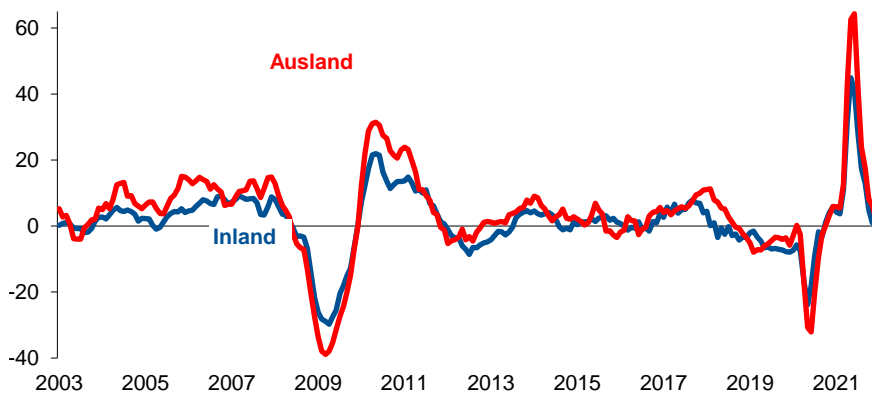
Öl- und Gaspreise werden steigen • Fiskalpolitik dürfte im Krisenmodus bleiben • Bereits vorhandene Inflationsdynamik wird verstärkt • Trotz Konjunkturrisiken muss Geldpolitik Normalisierungsprozess fortsetzen • Ansonsten drohen stärkere Zinsanhebungen mit Verwerfungen an den Finanzmärkten

Klimapolitik: Klimaziele belasten Unternehmensbonitäten und den Standort Deutschland 9

Klimaziele erfordern immense Investitionen • Ersatz des bisherigen Kapitalstocks erhöht Abschreibungsbedarf, belastet Unternehmensbonitäten • Gesamter Kapitalstock bzw. Standort steht auf dem Prüfstand • Erhöhtes unternehmerisches Risiko erfordert Risikobeteiligung von Förderbanken

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



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

BIP-Wachstum

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

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

Deutsche Konjunktur: Erholung im Schatten des Ukraine-Konflikts

Die aktuellen Stimmungsindikatoren haben sich im Februar deutlich aufgehellt, aber die aktuellen Entwicklungen in der Ukraine sind in diesen Umfragen noch nicht berücksichtigt. Die Indikatoren spiegeln den Optimismus der Unternehmen wider, dass die Corona-Krise zunehmend abzuhaken ist, aber der sonst übliche richtungsweisende Moment der Daten besteht angesichts des Ukraine-Konflikts natürlich nur bedingt.

Vor der Ukraine-Krise machte sich Optimismus breit, ...

Vor der Eskalation der Ukraine-Krise hat sich bei den deutschen Unternehmen zunehmend Optimismus breit gemacht. Denn das ifo Geschäftsklima hat sich mit einem Plus von 2,9 Zählern überraschend deutlich aufgehellt. Dies war der stärkste Anstieg seit März 2021, die Stimmung ist nun auf dem Niveau von August des vergangenen Jahres. Der zunehmende Optimismus beruhte auf einer verbesserten Lage (+2,5 Punkte) und vor allem auf einer positiven Einschätzung der Konjunkturperspektiven (+4,0 Punkte). Die Stimmung im Dienstleistungssektor hellte sich weiter auf, und auch die des Verarbeitenden Gewerbes bekam Auftrieb. Zunehmende Lockerungsmaßnahmen in vielen Ländern, sich langsam auflösende Lieferengpässe sowie eine konjunkturelle Belebung stärkten das Vertrauen. Ohne die Eskalation der Ukraine-Krise hätten die Stimmungsindikatoren ein Konjunkturbild gezeichnet, in dem wegen der milder als erwartet ausfallenden Omikron-Folgen und einer florierenden Industrietätigkeit aufgrund von gut gefüllten Auftragsbüchern Optimismus herrscht.

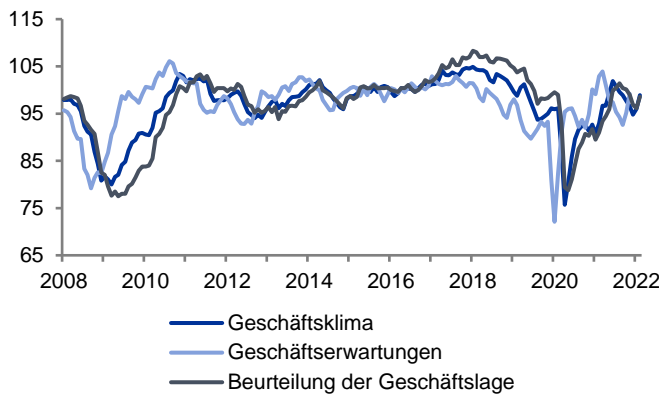
... aber die Unsicherheit wird angesichts der Ukraine-Krise zunehmen

Doch die Eskalation des Ukraine-Konflikts und damit verbunden spürbare wirtschaftliche Sanktionen werden zu einer Stimmungseintrübung infolge sich aufbauender Risiken führen. Der Einbruch der Aktienmärkte am Tag der russischen Militäraktionen in der Ukraine dokumentiert bereits die sinkende Zuversicht. Zwar ist immer noch ein kräftiges BIP-Wachstum im zweiten Quartal möglich. Doch dafür müsste sich das ifo Geschäftsklima auch im März 2022 verbessern. Schließlich sind Veränderungen des ifo Index ein bedeutender Frühindikator für die BIP-Entwicklung des darauffolgenden Quartals. Ein sich in Gang setzendes Sanktionskarussell würde hingegen die Stimmung empfindlich treffen und die Konjunkturentwicklung zumindest kurzfristig belasten.

Unklare aktuelle Situation erschwert Prognosen

Militärische Konflikte, ihre Entwicklungen und Folgen sind immer schwer abzuschätzen, ebenso ist die aktuelle Lage in der Ukraine noch unübersichtlich. Damit sind Prognosen nur schwer möglich. Der Ukraine-Konflikt verunsichert und bestimmt erst einmal die Risikoaversion der Märkte. Doch welche Risiken für den deutschen Konjunkturausblick können sich aus der Eskalation des Ukraine-Konflikts ergeben? Sicherlich wird eine Ausweitung des Konfliktes weitreichende gegenseitige politische wie wirtschaftliche Sanktionen zur Folge haben

ifo Geschäftsklima, 2015 = 100

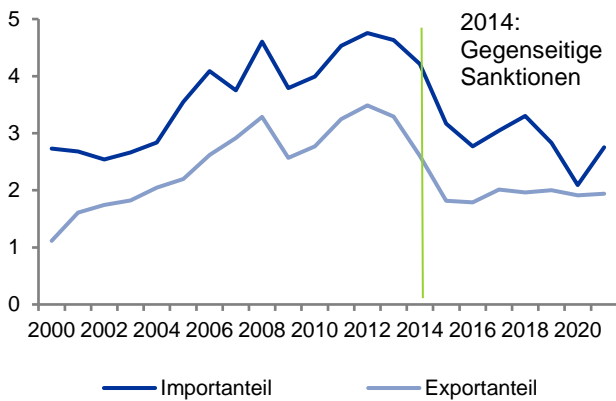


Quelle: Bloomberg



und die Stimmung auf den Märkten und in der Realwirtschaft belasten. Zwar gehen nur rund 2 % der deutschen Exporte nach Russland. Das Risiko für den Konjunkturausblick ist jedoch um Einiges höher als es die direkten Handelsvolumina andeuten. Denn weitreichende Sanktionen und die Sorgen vor einer erneuten Polarisierung der Weltpolitik würden die Stimmung auch global belasten. Investitionen am Standort Deutschland, aber auch die weltweite Nachfrage nach deutschen Investitionsgütern würden deshalb zunehmend unter Druck geraten. Hierfür bedarf es aber starker wirtschaftlicher Sanktionen.

Deutschland: Handel mit Russland, Anteile in % der deutschen Ex- und Importe

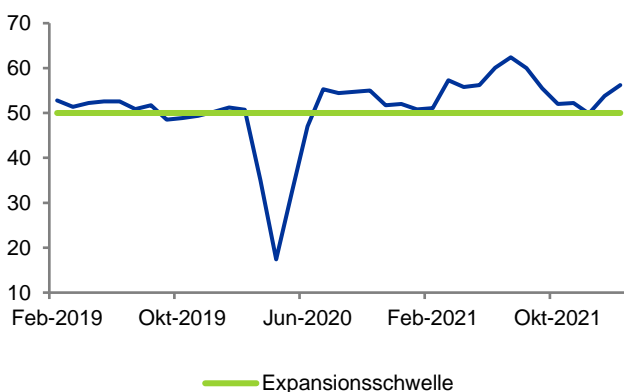


Quelle: Statistisches Bundesamt



Zudem ist davon auszugehen, dass es im Zuge der Krise zu erheblichen Preisanstiegen bei Öl und Gas kommt. Damit dürfte der bereits bestehende Aufwärtsdruck auf die Inflation weiter zunehmen (siehe S. 6). Die deutsche Gasversorgung soll hingegen nach Expertenmeinung bei einem Stopp der russischen Gaslieferung erst einmal gesichert sein. Nachbesserungen z. B. bei den vorhandenen Gasspeichern wären zukünftig allerdings notwendig.

Deutschland: Einkaufsmanager-Index (PMI-Composite)



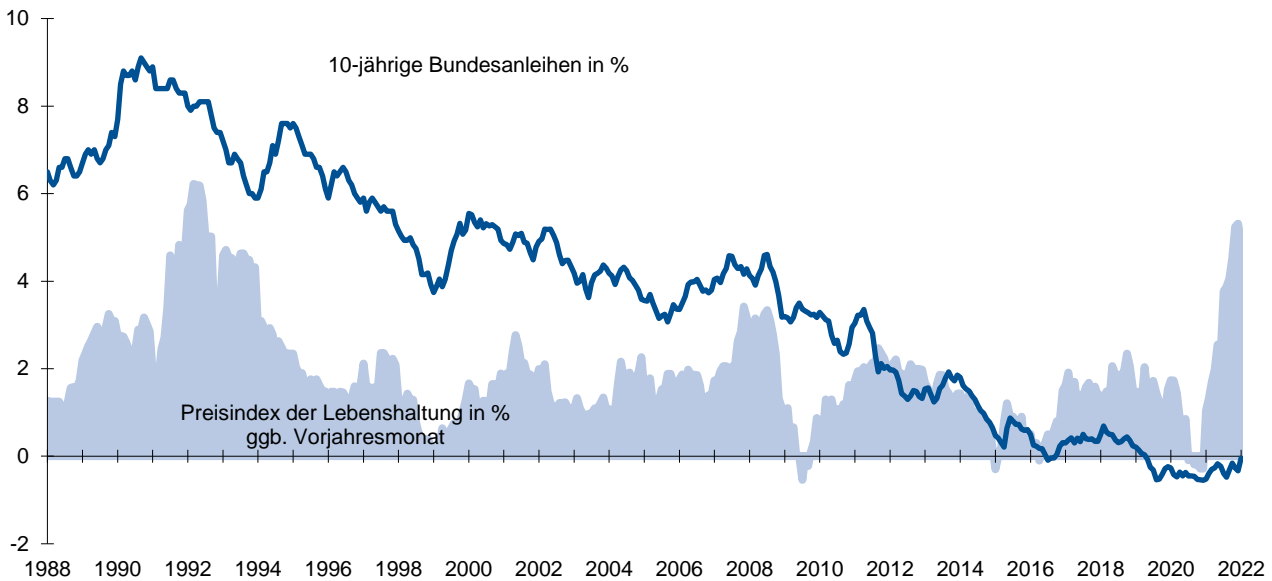
Quelle: Bloomberg



Auch wenn China bei der Sicherheitskonferenz in München etwas auf Distanz zu Putin gegangen ist, so wäre das Land der Mitte einer der wenigen Gewinner der Krise. Schließlich ist fraglich, ob sich China an weitreichenden Sanktionen beteiligen würde, oder ob es nicht doch eher die Gelegenheit für eine engere wirtschaftliche Zusammenarbeit mit dem rohstoffreichen Russland nutzen würde. Dies könnte wiederum für Verstimmung bei den westlichen Handelspartnern sorgen. Denn noch immer hält sich China nur mit Mühe an das Handelsabkommen mit den USA – die Importe von dort liegen deutlich unter den vereinbarten Mengen. All dies könnte zu erneuten Handelskonflikten bzw. weiteren Restriktionen im globalen Handel führen, was das weltweite Wirtschaftswachstum belasten könnte.

Bei allen bestehenden Unsicherheiten ist bisher nicht davon auszugehen, dass der erwartete Aufschwung in Deutschland durch die Ukraine-Krise gänzlich gefährdet ist, auch wenn Preise steigen und Unsicherheit zunimmt. Allerdings dürfte er weniger kräftig ausfallen als zuvor erwartet wurde.

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

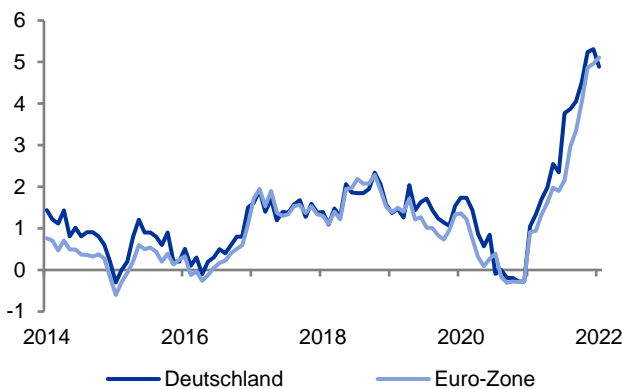


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Ukraine-Konflikt: Gegenmaßnahmen zu Sanktionen bergen Risiken, ...

Inflationsraten in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Eurostat



Das Ausmaß der aktuellen Ukraine-Krise bzgl. politischer und wirtschaftlichen Folgen ist aktuell nur schwer einschätzbar. Beschlossene Sanktionen gegenüber Russland infolge der Invasion waren nicht überraschend und im Vorfeld bereits mehrmals angekündigt. Wie effektiv sie sein werden, bleibt jedoch abzuwarten. Nach acht Jahren Sanktionen gegen Russland hat sich die Situation in der Krim nicht geändert. Nun spricht man von harten und spürbaren Maßnahmen. Da jedoch Länder wie China diesen Kurs wohl kaum mittragen werden, ist die Zange um Russland nicht geschlossen, was die Effektivität von Sanktionen reduziert. Dennoch ist davon auszugehen, dass sie spürbar sein werden. Schließlich muss der

Westen in Anbetracht des Versuchs Putins, Fakten zu schaffen, sein Gesicht wahren. Dennoch versucht man, den eigenen Schaden zu begrenzen. So ist die Abschottung Russlands vom Swift-Zahlungsverkehr bisher nicht vorgesehen, damit sind deutsche Gaszahlungen nach Russland weiterhin möglich. Doch es wird nicht nur Russland sein, das unter den Sanktionen leiden wird. Mit bedeutenden Gegenreaktionen von russischer Seite ist zu rechnen, Europa und Deutschland dürfte es dann besonders treffen. Hier geht es vor allem um die Versorgungssicherheit mit Öl und Gas. Die zukünftige Gasversorgung für Europa, aber auch die perspektivische Ölversorgung für die Weltmärkte wird bestimmen, wie gravierend die Kosten am Ende sein werden. Gerade im aktuellen Umfeld besteht zudem die Gefahr, dass Gegenmaßnahmen durch die russische Seite vor allem für zusätzliche Inflationsrisiken sorgen werden. Lieferengpässe bei der Gasversorgung erhöhen zudem das Stagflationsrisiko in der Euro-Zone. Das bedeutet: Steigen die Preise, und es gibt zudem Versorgungsengpässe, würde nicht nur die Inflation zunehmen, die Wirtschaftsleistung würde ebenfalls sinken. Für die USA könnten anhaltend hohe Gaspreis bzw. Versorgungsprobleme hingegen neue Opportunitäten schaffen. Schließlich sind die USA der größte Öl- und Gasproduzent.

Unter der Annahme keiner weiteren Sanktionen und damit keiner Ausweitung des Konflikts über die Grenzen der Ukraine hinaus, sollte der realwirtschaftliche Einfluss der Krise überschaubar bleiben.

... doch **Bundrenditen** werden weiter steigen

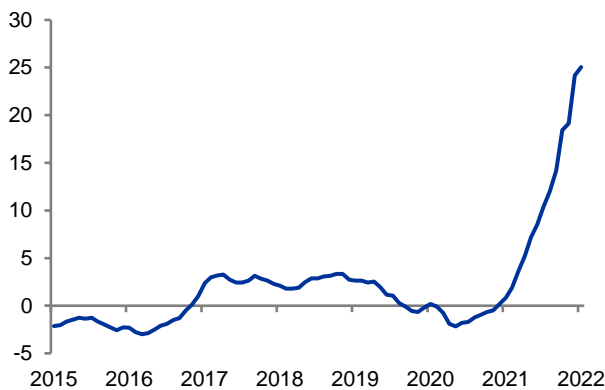
Ölpreis, Brent/Barrel in US-Dollar



Quelle: Bloomberg



Deutschland: Erzeugerpreise, Veränderung in % zum Vorjahr



Quelle: FERI (Statistisches Bundesamt)



10-jährige US-Renditen, in %



Quelle: Bloomberg



Somit ist auch das Stagflationsrisiko aktuell eher zu vernachlässigen. Kurzfristig birgt der Konflikt vor allem ein Inflationsrisiko, auch weil die Regierungen der Euro-Zone alles daransetzen werden, realwirtschaftliche Folgen und damit einen möglichen Anstieg der Arbeitslosigkeit durch eine expansive Fiskalpolitik abzuwenden. Somit ist von keiner Umkehr von der geldpolitischen Wende im Jahr 2022 auszugehen. Dies gilt für Fed wie für die EZB (*siehe Beitrag S. 6*).

Grundsätzlich steigt angesichts der weiterhin außerordentlich expansiven Geld- und Fiskalpolitik das Risiko von Zweitrundeneffekten. So werden deutliche Lohnerhöhungen in den Jahren 2022 und 2023 in Deutschland immer wahrscheinlicher. Dies ergibt sich nicht nur aufgrund der hohen Inflation und des damit verbundenen Einkommensverlustes; nach Jahren niedriger und damit zu vernachlässigender Teuerungsraten haben diese in den letzten Monaten so stark nach oben überrascht, dass die Teuerung ein zentrales Element in den Lohnverhandlungen wird. Auch werden Löhne von den aktuell bestehenden Teuerungsraten und nicht von der erwarteten Inflationsrate bestimmt.

Zögern die Notenbanken hingegen im Jahr 2022, besteht in Anbetracht von Preisschocks durch die Ukraine-Krise und bedeutsamen Zweitrundeneffekten die Gefahr einer anhaltend hohen Inflationsdynamik. Zwar mag die Notenbank auch diese durch Verweise auf eine langfristige Sicht banalisieren. Doch mit weiteren Verzögerungen steigt die Notwendigkeit einer spürbaren und womöglich überzogenen geldpolitischen Straffung in der Zukunft. Zwar mögen perspektivisch Rohstoffpreise wieder fallen und so deflationäre Impulse liefern. Ob dies jedoch ausreichen wird, die Inflationsdynamik nachhaltig zu stabilisieren, bleibt abzuwarten.

Wenn die EZB die Notbremse ziehen muss, um mit einer scharfen geldpolitischen Straffung die Inflation wieder einzufangen, würde dies nicht nur zu Verwerfungen auf den Finanzmärkten führen, sondern auch zu Margendruck bei den Unternehmen. Das Risiko einer spürbaren Stimmungseintrübung in der Realwirtschaft ergibt sich deshalb nicht nur infolge des Ukraine Konflikts, sondern vor allem infolge der Sorge vor einer eskalierenden Inflation. Auf Grundlage einer erwarteten geldpolitischen Wende im Jahr 2022 ist dennoch von grundsätzlich weiter steigenden Renditen in Deutschland auszugehen.

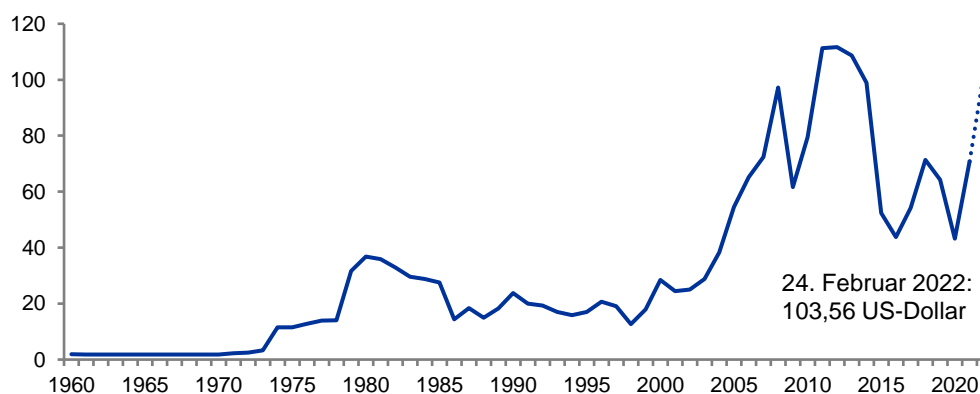
Ukraine-Russland-Krise: Notenbanken sollten an geldpolitischer Wende festhalten

Fazit: Grundsätzlich sind militärische Auseinandersetzungen, ihre Entwicklung und Folgen schwer zu prognostizieren. So ist auch aktuell die Lage im Ukraine-Russland-Konflikt unübersichtlich. Doch aus der Historie vergangener Krisen lassen sich Implikationen ableiten. So haben der Nahost-Konflikt Anfang der 1970er-Jahre und die damit verbundene Ölkrise gezeigt, dass Angebotsschocks bzw. Ölpreisanstiege im Kontext einer relativ lockeren Geldpolitik zu spürbarem und über Jahre anhaltendem Inflationsdruck führen können. Dem musste die Fed damals durch eine drastische geldpolitische Strafung entgegenwirken, was zu sichtbaren Verwerfungen auf den Märkten führte. Deshalb sind die Fed und die EZB gut beraten, an ihrem Normalisierungspfad im Jahr 2022 festzuhalten – trotz oder gerade wegen der Ukraine-Krise.

Die Ukraine-Krise verunsichert die Märkte. Und wie zu erwarten war, sind „sichere Häfen“ wie Staatsanleihen und der US-Dollar wieder einmal gefragt, während Aktienkurse einbrechen. Somit wurde auch der Auftrieb der Bundrenditen vorerst gestoppt. Wie geht es nun weiter? Auch wenn die Ukraine angesichts ihrer volkswirtschaftlichen Bedeutung auf globaler oder europäischer Ebene eher eine untergeordnete Rolle spielt, birgt die Krise bedeutendes Risikopotenzial. Schließlich drohen spürbare Gegenmaßnahmen des Westens. Die Maßnahmen gegen Russland dürften sicherlich keine militärischen sein, sondern es dürfte bei politischen und wirtschaftlichen Sanktionen bleiben. Deren Erfolg ist jedoch anzuzweifeln; dies lehrt zumindest die Geschichte.

Mit einer Ölförderung von über 10 Mio. Barrel pro Tag ist Russland nach den USA und Saudi-Arabien drittgrößter Ölproduzent; zudem ist Russland nach den USA auch der zweitgrößte Gasproduzent. So wie Konflikte im Nahen Osten und im Iran die erste und zweite Ölkrise verursacht haben, ist auch aktuell mit einem hohen Ölpreis zu rechnen – vor allem wenn Russland seine fossilen Brennstoffe im Gegenzug zu den Sanktionen als wirtschaftliche Waffe einsetzen würde. Denn kurzfristig könnten andere ölexportierende Länder kaum einen bedeutenden Rückgang der russischen Öllieferungen kompensieren. Profiteur dieses Konflikts wäre wieder einmal China, das Netto-Importeur von Öl ist. Wie bereits nach den Sanktionen infolge der Krim-Besetzung würde der Ukraine-Konflikt China und Russland wirtschaftlich enger zusammenrücken lassen – und die Schlagkraft jeglicher westlicher Sanktionen gegen Russland schwächen.

Abb. 1: Ölpreis in US-Dollar, Barrel



Quellen: bp Statistical Review; Bloomberg

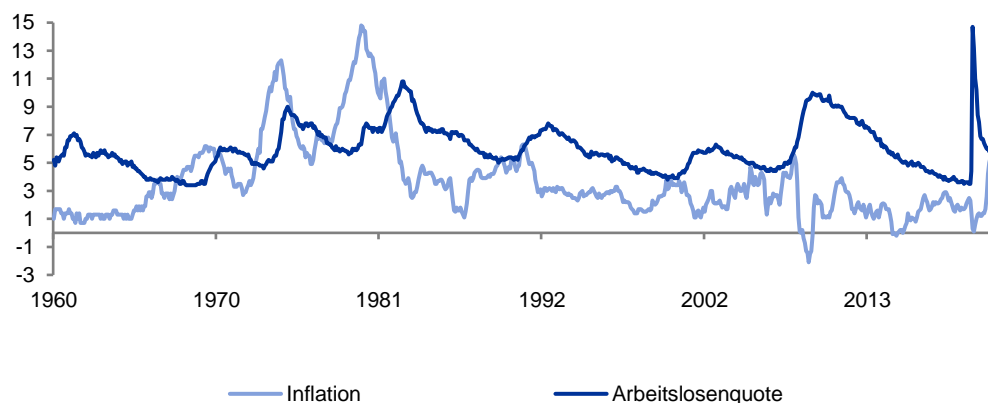
Die Eskalation des Ukraine-Konflikts dürfte auch die Inflationsrate weiter ansteigen lassen. Zum einen, weil der Ölpreis infolge der Konjunkturrisiken erst einmal hoch bleibt; zum anderen, weil die Konjunktursorgen Aktienmärkte und Vertrauen belasten, was die Konjunktur dämpfen dürfte. Die Fiskalpolitik bliebe dann im Krisenmodus. Davon ist auch aufgrund der Erfahrung früherer Krisen und dank des durch die Notenbank geschaffenen Handlungsspielraums auszugehen. Zudem können Disruptionen bei den Gaslieferungen die Angebotsseite der europäischen Wirtschaft empfindlich treffen und so dem Inflationsdruck weiter Auftrieb geben – und dies gerade, weil **die Geldpolitik allgemein und die der EZB insbesondere schon im Vorfeld der Krise außerordentlich expansiv ausgerichtet waren.**

Annahmen, der Ukraine-Konflikt würde die Notenbanken zu einer Wende ihres aktuellen Versuchs einer geldpolitischen Normalisierung zwingen, und sie würden wieder in den Krisenmodus zurückfallen bzw. dort

verweilen, sind in Europa kaum nachvollziehbar. In den USA, wo die Fed ambitionierte Zinsanhebungen für 2022 in Aussicht gestellt hat, und wo Aktienkurse einen höheren Einfluss auf die persönliche Vermögensentwicklung haben, mag dies vielleicht zutreffen. Aktuell lassen Zinspolitik und Inflationsentwicklung der EZB jedoch wenig Raum für Lockerungen bzw. ein „weiter so“. Gerade wenn die Angebotsseite infolge hoher Unsicherheit Investitionen zurückhält, besteht die Gefahr eines zunehmenden Ungleichgewichts von Angebot und Nachfrage, das zu Inflation oder sogar Stagflation führen kann. **Auch die Fed wird deshalb die Zinsen im Jahr 2022 anheben; die Ukraine-Krise wird daran nichts ändern.** Denn für die USA wird aktuell und trotz der Erwartung mehrerer Zinsanhebungen der Fed bis Ende 2022 von einem Leitzinsniveau ausgegangen, das immer noch unter der Inflation liegen sollte. Noch besteht also für die Aktienbörsen keine Gefahr, dass steigende Zinsen und eine schwächere Konjunktur zu Margendruck und damit Gewinnrückgängen führt. Die aktuelle Volatilität ist eher auf die Unsicherheit zurückzuführen als auf eine sich grundsätzlich eintrübende Konjunktorentwicklung. **Dennoch der Ukraine-Konflikt stellt ein grundsätzliches, nicht nur kurzfristiges Risiko für die Börsen dar – vor allem, wenn die Notenbanken zu spät auf den Inflationsdruck reagieren.**

Der Ukraine-Konflikt wird in den USA kaum aufgrund einer Ausweitung der Rüstungsausgaben zu einem Nachfrageschub führen, wie zu Zeiten des Vietnam- oder Kuwait-Krieges. Dies gilt sicherlich ebenfalls für die meisten westlichen Länder, auch wenn diese vereinzelt die Ukraine durch Waffenlieferungen unterstützen. Die aktuelle Situation ist eher mit dem Nahost-Konflikt Anfang der 1970er-Jahre zu vergleichen. Zwar hatten die USA damals Israel massive Unterstützung zugesichert. Der Schaden für die US-Wirtschaft ergab sich aber weniger durch die enorme Ausweitung der Staatsausgaben, sondern durch einen starken Anstieg des Ölpreises bzw. eine Stagflation: Der eskalierende Ölpreis sorgte für eine hohe Inflation, während die Arbeitslosenquote ebenfalls deutlich anstieg. Gleiches geschah Anfang der 1980er-Jahre infolge der iranischen Revolution. Auch damals zog die Inflationsrate an, bis Paul Volcker (von August 1979 bis August 1987 Chairman der Fed) die Teuerung, die eigentlich bereits Mitte der 1960er-Jahre begonnen hatte, durch drastische Zinsanhebungen stoppte. **Es ist wichtig zu erkennen, dass die Krisen zwar die Inflationsrate weiter nach oben trieben; der unterliegende Inflationsdruck hatte allerdings schon früher bestanden. Es war die Kombination aus einer seit dem Vietnam-Krieg zu lockeren Geldpolitik und zwei Ölpreisschocks, die damals für anhaltend hohe und ansteigende Inflationsraten sorgte.**

Abb. 2: USA – Inflationsrate und Arbeitslosenquote, in %



Quelle: Bloomberg

Auch aktuell ist die Geldpolitik außerordentlich expansiv, und die Inflation befindet sich auf einem Mehr-Jahreshoch. Die Ukraine-Krise verbunden mit Ölpreisschocks und Angebotsproblemen durch Sanktionen, fehlenden Investitionen und womöglich abnehmender Globalisierung könnte zu einer weiteren Beschleunigung der Inflationsdynamik führen. Dies würde auch das Risiko von Zweitrundeneffekten und damit einer deutlich restriktiveren Geldpolitik in der Zukunft erhöhen. In den USA ist die Inflation zwar infolge der Volcker-Politik schließlich spürbar gesunken. Die extrem hohen Zinsen hatten aber noch einen anderen Effekt: die lateinamerikanische Schuldenkrise. **Wenn Notenbanken ihre Zinsen nicht drastisch anheben wollen, um so die Schuldenfähigkeit ihrer oder anderer Staaten nicht zu belasten, müssen sie ihren Normalisierungsprozess gerade aufgrund der Entwicklungen in der Ukraine im Jahr 2022 fortsetzen. Alles andere würde auf deutlich stärkere Zinsanhebungen mit den daraus folgenden zukünftigen Disruptionen für die Finanzmärkte hinauslaufen.**

Doch ist es realistisch zu erwarten, dass die Fed im aktuellen Umfeld des Ukraine-Konflikts, volatiler Börsen und eines relativ starken US-Dollar-Devisenkurses an der Zinsschraube im Jahr 2022 drehen wird? Angesichts des aktuellen Zinsniveaus und der steigenden Inflationsrisiken – ja. Noch kann die erwartete Zinsanhebung eher als Normalisierung als ein konkreter Versuch einer geldpolitischen Straffung angesehen werden. Dies gilt vor allem auch für die EZB. Nach Beendigung des Ankaufprogramms voraussichtlich im dritten Quartal von 2022 sind ein bis zwei Zinsschritte bis Ende 2022/Anfang 2023 zu erwarten. Dann wäre der Einlagenzinssatz voraussichtlich bei 0 % – und damit alles andere als auf einem Niveau, das einer restriktiven Geldpolitik entsprechen würde. Die Wirtschaft bewusst abzukühlen, um die Inflation zu bekämpfen, wäre demnach weiterhin nicht das Ziel der Geldpolitik. Dies gilt vor allem auch dann, wenn das lange Ende der deutschen Zinskurve nicht auf die Inflationsrisiken aus der Ukraine-Krise überreagiert, sondern ihr Anstieg durch den „safe haven“-Status der deutschen Staatsanleihen gemildert wird. Somit sollten die erwarteten Zinsanhebungen der Fed sowie der EZB die inflationären Risiken aus dem Ukraine-Konflikt nicht nennenswert dämpfen. Aber immerhin bewegen sich die Notenbanken graduell in ein neutrales geldpolitisches Umfeld und reduzieren somit das Risiko von nennenswerten zukünftigen Zinsanhebungen.

Klimapolitik: Klimaziele belasten Unternehmensbonitäten und den Standort Deutschland

Fazit: Die Klimaziele werden das Investitionsverhalten der deutschen Industrie in den kommenden Jahren maßgeblich prägen. Da diese Investitionen den aktuellen Kapitalstock größtenteils ersetzen müssen, ergibt sich nicht nur hoher Abschreibungsbedarf, auch strategische Themen und die Standortfrage spielen eine wesentliche Rolle.

Zudem führen die hohen Abschreibungen auf den alten Kapitalstock zu Bonitätsverschlechterungen, was den Transformationsprozess belasten wird. Auch sind Investitionen in neue Technologien und Geschäftsfelder mit erhöhtem Risiko verbunden. Somit sind ein Risikotransfer und eine vorausschauende Unternehmensbeurteilung notwendig, damit die Transformation hin zur Klimaneutralität nicht zulasten einer sinkenden Wertschöpfung geschieht, wovon vor allem kleinere Unternehmen in Deutschland betroffen wären.

Eine ähnliche Entwicklung forciert gerade die Corona-Pandemie, die den Strukturwandel vielfach beschleunigt. Die Automobilindustrie am Standort Deutschland ist hierfür ein Beispiel.

Klimaziele: Kapitalstock vor grundsätzlicher Neugestaltung, ...

Der beschlossene Umbau der deutschen Industrie im Kontext des Klimaschutzes erfordert einen enormen Investitionsbedarf. Um die CO₂-Klimaziele zu erreichen, ist gerade in der Industrie der umfangreiche Einsatz neuer Technologien notwendig, und dieser ist deutlich früher erforderlich als bisher. Damit wird sich auch ein großer Teil des aktuellen Kapitalbestands als veraltet bzw. im Kontext der neuen Klima-Kriterien als nicht mehr brauchbar herausstellen.

Aktuelle Schätzungen gehen von einem grundsätzlichen Investitionsbedarf für die gesamte deutsche Wirtschaft von bis zu 5 Bio. € bis 2045 oder 191 Mrd. € pro Jahr aus (*Beitrag von Green Finance zum Erreichen von Klimaneutralität in Deutschland (kfw.de)*). Rund 120 Mrd. € pro Jahr davon sind Reinvestitionen, die ohnehin anstehen. 72 Mrd. € sind zusätzlicher Bedarf – 40 % aller Investitionen sind folglich zusätzlich oder ersetzen den existierenden Kapitalstock aufgrund des Transformationsprozesses. Für die Industrie liegt dieser Anteil sogar bei rund 75 %. **Dreiviertel aller erforderlichen Investitionen sind also weniger auf eine Erweiterung bzw. Modernisierung des existierenden Kapitalstocks ausgerichtet, sondern sie stellen eine grundsätzliche Neuausrichtung aufgrund der Klimavorgaben dar.** Sollen die Klimaziele schneller erreicht werden, erhöht sich der für den Klimawandel notwendige Investitionsanteil – und damit auch der Abschreibungsbedarf auf den aktuellen Kapitalstock.

... was die Bedeutung der Standortentscheidung im Investitionsprozess erhöht

Im Idealfall findet der Transformationsprozess zur Klima-Neutralität durch Verdrängung statt. Neue Technologien ersetzen am Standort Deutschland den inzwischen unerwünschten lokalen Kapitalstock. Dieser mag abgeschrieben oder ins Ausland verlagert werden. Entscheidend ist, dass die Transformation des Kapitalstocks ohne Verlust für das lokale Potenzialwachstum stattfindet. Das heißt: Investiert werden sollte am lokalen Standort. **Doch gerade eine Transformation des Kapitalstocks in Folge technologischer Veränderungen bzw. neuer Geschäftsmodelle mag zu einer erhöhten Tendenz hin zu Auslandsinvestitionen führen.**

Unternehmen investieren in neue zukunftssträchtige Geschäftsfelder oder stellen ihren Produktionsprozess radikal um. In beiden Fällen ist der existierende Kapitalstock von wenig Bedeutung. Die Erneuerung des Kapitalstocks stellt deshalb besondere Herausforderungen an den Standort Deutschland. Schließlich geht es weniger um Investitionen zur Kapazitätsausweitung oder zum -erhalt, sondern es geht vielmehr um die Einführung unabhängiger neuer Technologien und Produktionsprozesse. **Deshalb ist die Transformation hin zur Klimaneutralität auch mit einer grundsätzlichen Standortentscheidung verbunden.** Diese mag weniger mit dem Versuch zu tun haben, den Produktionsprozess durch Standortverlagerung gleich bzw. kostengünstiger zu gestalten. Es geht eher darum, dass die neuen Investitionen weniger vom existierenden Kapitalstock benötigen bzw. davon abhängig sind. So ergeben sich mehrere Optionen, durch die Investitionen in Folge des Transformationsprozess verlagert werden können: Um alte Technologie weiter zu nutzen, kann eine Verlagerung des aktuellen Produktionsprozesses ins Ausland erfolgen. Dies mag auch neue Investition in alte Technologie im Ausland bedeuten. Neue grüne Technologien hingegen sind weniger abhängig von existierendem Kapitalstock und können zu einer grundsätzlichen Standortüberlegung führen.

Fast der gesamte Kapitalstock des Industriestandorts Deutschland steht auf dem Prüfstand. Eine Regierung, die sich klar zu einer Transformation zur Klimaneutralität bekennt, muss deshalb neben ambitionierten CO₂-Zielen auch einen wettbewerbsfähigen Investitionsstandort sicherstellen. Sonst belastet der Weg zur Klimaneutralität das Potenzialwachstum Deutschlands trotz der hohen Investitionen.

Staat zunehmend in der Pflicht, unternehmerisches Risiko zu nehmen

Die Unternehmen müssen nicht nur mehr investieren, sie haben auch einen hohen Abschreibungsbedarf. **Die Last des Klimaschutzes ergibt sich weniger aus den Kosten für die Neuinvestitionen als vielmehr aus den Bewertungsverlusten der alten Investitionen.** Finanzprodukte wie grüne Anleihen oder ESG-konforme Investmentfonds senken zwar die Finanzierungskosten, die angestrebte Erleichterung für Unternehmen mag sich aber in Grenzen halten. Denn hohe Abschreibungen werden die GuV- bzw. Bilanzkennzahlen der deutschen Industrieunternehmen belasten, was Bonitätsverschlechterungen mit sich bringen wird und so den Zugang zu Kapital deutlich erschwert. Deshalb sollten staatliche Förderprogramme nicht allein den technologischen Fortschritt bzw. die CO₂-Reduktion im Fokus haben; sie sollten zudem die hohe Belastung durch Abschreibungen berücksichtigen – und die ggf. dadurch verursachte schlechtere Unternehmensbonität.

Gerade kleineren Unternehmen könnte aufgrund von Bonitätsverschlechterungen der Zugang zu Finanzierungsquellen erschwert werden bzw. sie könnten von ihren traditionellen Finanzierungsquellen abgeschnitten werden – und dies gerade dann, wenn sie den Wandel vorantreiben wollen. **Unternehmen dürfen nicht zwischen einem auslaufenden Geschäftsmodell und damit verbundenen steigenden Finanzierungskosten aufgrund von ESG-Kriterien auf der einen Seite und potenziell hohen Abschreibungen auf der anderen Seite gefangen sein, die aus der kurzfristigen Verschlechterung der Bilanzkennzahlen und damit ebenfalls steigenden Finanzierungskosten entstehen.** Um die Transformation zu beschleunigen, muss deshalb die Bonitätsbewertung von Unternehmen zukunftsorientiert ausgerichtet sein. Sie sollte nicht auf Bilanzkennzahlen des Transformationsprozesses beruhen. Dies birgt aber ein höheres Risiko für den Kreditgeber. Banken gehen gewöhnlich nicht ins unternehmerische Risiko. Soll der Transformationsprozess am Standort Deutschland jedoch gelingen, müssen nicht nur Unternehmen, sondern auch Finanzinstitute neue Wege gehen, die für die Fremdfinanzierung von Unternehmen weiterhin maßgeblich entscheidend sind. Branchen auf Grundlage ihres hohen CO₂-Ausstoßes oder einer Bonitätsverschlechterung nicht mehr zu finanzieren, ist in dem geschilderten Szenario klar kontraproduktiv, da den betroffenen Unternehmen keine Zukunftsperspektive bleibt.

Die 75 % der Investitionen, die den Transformationsprozess der Industrie betreffen, werden somit in den kommenden Jahren ein erhöhtes unternehmerisches Risiko aufweisen. Doch will die Bundesregierung den Wandel vorantreiben, muss sie sich auch zu den neuen und von ihr selbst forcierten Geschäftsmodellen bekennen. Förderkredite sollten deshalb nicht nur einen Kostenanreiz für das Unternehmen darstellen. Eine angemessene Risikoverlagerung von der Durchleitungsbank zum Staat scheint ebenso notwendig zu sein (siehe auch *2021: Transformation der Wirtschaft finanzieren! - Bankenverband*). Dies kann durch eine Risikobeteiligung der an den Investitionen beteiligten Förderbanken geschehen und gilt vor allem für kleinere mittelständische Unternehmen. **Sonst endet die Transformation hin zur Klimaneutralität mit der Bevorzugung großer und global aufgestellter Unternehmen zulasten einer sinkenden Wertschöpfung des Mittelstands in Deutschland.**

Beispiel Automobilindustrie

Die Automobilindustrie befindet sich aktuell wie kaum eine andere Branche in einem Transformationsprozess. Der Wandel hin zur Elektromobilität sorgt für eine grundlegende Neuausrichtung der Branche.

Tabelle 1: IKB-Automobilzuliefer-Studie 2022 – Gewinne und Investitionen, in % des Umsatzes

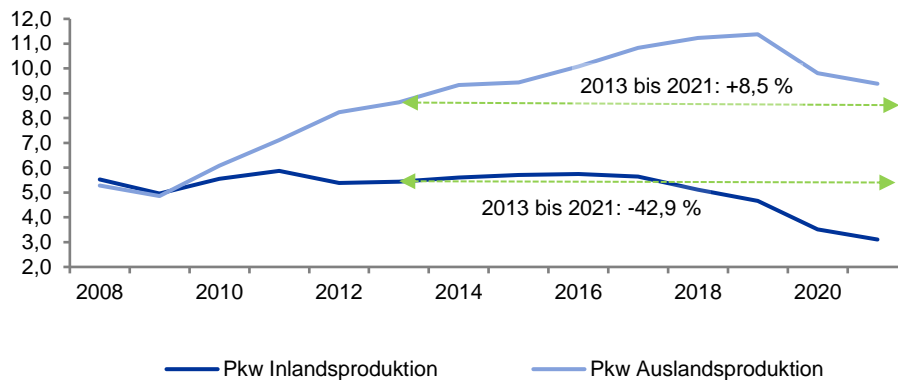
	Automobilzulieferer insgesamt			Automobilzulieferer mit einer Gesamtleistung								
				< 250 Mio.€			250 bis 1.000 Mio. €			> 1.000 Mio. €		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Ergebnis vor Steuer	4,5	3,0	1,0	4,3	2,2	-0,2	6,4	4,9	2,3	7,9	6,6	4,2
Investitionen	6,7	6,7	5,3	7,4	7,1	4,2	6,3	5,6	6,0	6,4	7,6	5,4

Quelle: IKB-Auswertung von Jahresabschlüssen der Automobilzulieferer

Die Technologie in einem Elektroauto ist grundsätzlich anders als im Verbrenner. Auch braucht ein Elektroauto deutlich weniger Komponenten. So werden sich viele mittelständische Zulieferer neue Geschäftsfelder erschließen müssen. Standortentscheidungen spielen deshalb in der Investitionsentscheidung eine immer wichtigere Rolle – auch weil die Automobilindustrie bereits in den letzten Jahren ihre Wertschöpfungskette zunehmend globalisiert hat.

Hohe Skalenvorteile haben zu einem hohen Spezialisierungsgrad der Zulieferer geführt. Dies steigert die Effizienz, birgt aber ein erhöhtes Risiko bei strukturellen Veränderungen. Der aktuelle Wandel forciert Investitionen gerade in neue Geschäftsfelder und Technologien. Die Investitionsquote bei mittleren und großen Zulieferern ist deshalb auch in der Coronakrise weitgehend stabil geblieben. Kleine Zulieferer, die infolge der Pandemie in die Verlustzone gerutscht sind, werden hingegen abgehängt: Ihre Investitionsquote ist im Corona-Jahr 2020 deutlich gefallen. Die durch die Pandemie induzierten Herausforderungen bedeuten also, dass es eher die großen und damit global agierenden Zulieferer sind, die ihren Kapitalstock erneuern und damit ihre Transformation erfolgreich vorantreiben können. **So beschleunigt die Pandemie nicht nur den Konsolidierungsprozess, sie forciert eine Erneuerung von Geschäftsmodellen zugunsten großer und damit global agierender Akteure, was die Wertschöpfung am Standort Deutschland belastet** (siehe auch [Strukturwandel in der Automobilindustrie – wirkt die Pandemie als Beschleuniger? \(ifo.de\)](#)).

Abb. 1: Pkw-Produktion deutscher Hersteller, in Mio. Stückzahlen



Quellen: VDA; 2021 Auslandsproduktion = IKB-Schätzung

Eine Kurzfassung dieser Kapitalmarkt-News veröffentlichte die WirtschaftsWoche am 4. Februar 2022 in ihrer Rubrik Denkfabrik.

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

	2020	2021S	2022P	2023P
Deutschland	-4,9%	3,0%	3,3%	2,7%
Euro-Zone	-6,5%	5,4%	3,9%	2,3%
UK	-9,4%	7,5%	5,2%	2,7%
USA	-3,4%	5,8%	4,3%	2,5%
Japan	-4,5%	1,9%	2,9%	1,3%
China	2,2%	8,1%	5,3%	5,4%

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

	2020	2021	2022P	2023P
Deutschland	0,5%	3,1%	4,0%	1,5%
Euro-Zone	0,3%	2,5%	4,4%	1,4%
UK	0,9%	2,6%	4,4%	1,6%
USA	1,3%	4,7%	5,2%	2,0%
Japan	0,0%	-0,3%	0,8%	0,7%
China	2,5%	0,9%	2,3%	2,2%

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

	24. Feb	Ende Q1 2022	Ende Q2 2022	Ende 2022
3M-Euribor	-0,53	-0,50	-0,40	-0,30
3M-USD-Libor	0,49	0,60	0,85	1,20
10-Jahre Bund	0,15	0,20	0,40	0,60
10-Jahre U.S. Treasury	1,89	1,90	2,10	1,90

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

	24. Feb	Mitte 2022	Ende 2022	Ende 2023
EUR/USD	1,13	1,12	1,12	1,16
EUR/GBP	0,83	0,83	0,84	0,87
EUR/JPY	129	126	124	128
EUR/CHF	1,03	1,04	1,08	1,10
EUR/HUF	367	362	364	369
EUR/CZK	25,0	24,7	25,1	25,8
EUR/TRY	16,1	15,5	16,20	19,0
EUR/PLN	4,66	4,60	4,55	4,60
EUR/RUB	98,6	94,0	93,0	95,0
EUR/MXN	23,0	23,1	23,6	25,4
EUR/ZAR	17,3	17,5	18,0	19,0
EUR/CNY	7,11	7,10	7,20	7,40
EUR/CAD	1,44	1,42	1,42	1,44
EUR/AUD	1,57	1,57	1,56	1,56

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

Disclaimer:

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

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

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

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

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

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

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

2022

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