



# IKB Barometer

## Konjunktur- und Zinsperspektiven

Oktober 2023

### Deutsche Wirtschaft: keine nachhaltige Stimmungswende 2

Deutsche Wirtschaft ist im dritten Quartal leicht geschrumpft • Trotz leichter Aufhellung des Geschäftsklimas Stimmung bleibt verhalten • Restriktive Geldpolitik und außenwirtschaftliches Umfeld wird Konjunktur 2024 dämpfen • Nur schwache Dynamik 2024 zu erwarten

### Geldpolitik: Fiskalpolitik bleibt entscheidend 5

EZB könnte Zinsplateau erreicht haben • Restriktive Geldpolitik zeigt Wirkung • Zweitrundeneffekte durch Preisschocks sind zunehmend zu vernachlässigen • 2024 bleibt Fiskalpolitik für Effektivität der EZB entscheidend • Expansive Fiskalpolitik könnte Geldpolitik verwässern

### Inflation in der Euro-Zone: Risiko von Zweitrundeneffekten sinkt 8

Zunehmende Sorgen vor Zweitrundeneffekten aufgrund eines möglichen Energiepreisschocks oder von Lohnerhöhungen • Kurzfristige Inflationsschübe sind nicht auszuschließen • Aber außerordentlich restriktive Geldpolitik verhindert „Überschwappen“ von Preisschocks • Zweitrundeneffekte auf Inflation sind zu vernachlässigen

#### 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

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



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

### Deutsche Wirtschaft: Keine nachhaltige Stimmungswende

Die Liste von Stimmungsdämpfern ist lang, bekannt und sollte sich kurzfristig auch kaum ändern. Wirtschaftspolitische Herausforderungen wie hohe Energiekosten, aber auch geopolitische Unsicherheiten verunsichern und belasten den Ausblick. Hinzu kommen viel diskutierte strukturelle Hemmnisse wie der immense Bürokratieaufwand, die hohe Steuerlast und eine Fiskalpolitik, die das Potenzialwachstum eher belastet als stärkt. Im Kontext der aktuellen Konjunkturertrübung wird diesen Themen besondere Aufmerksamkeit geschenkt; insbesondere, wenn es darum geht, die Attraktivität des Investitionsstandorts zu beurteilen. Insgesamt scheint dieser Cocktail an Herausforderungen die Stimmung vor allem in Deutschland zu belasten.

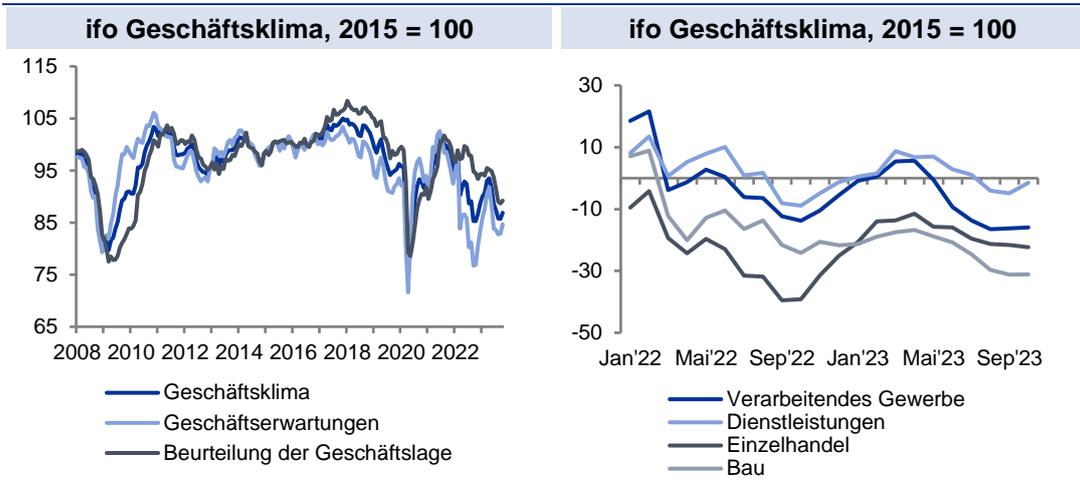
Die Einkaufsmanager-Indizes für Oktober haben eine nach wie vor schlechte Stimmung signalisiert. Das ifo Geschäftsklima erholte sich hingegen im Oktober nach fünf Rückgängen in Folge leicht. Dabei wurde die Lage etwas besser beurteilt, und der Ausblick hat an Pessimismus eingebüßt.

Die deutsche Wirtschaft ist im dritten Quartal minimal geschrumpft. Und trotz der leichten Erholung des ifo Geschäftsklimas bleibt der Konjunkturausblick auch für die kommenden Quartalen eher verhalten. Zwar mag sich der Ausblick für China etwas aufgehellt haben, der US-Wirtschaft steht allerdings eine Abkühlung noch bevor. Auch wird es aufgrund der geldpolitischen Straffung zu keiner schnellen Erholung in der Euro-Zone kommen. Zudem liefert die Fiskalpolitik im Euro-Raum voraussichtlich nicht die Unterstützung der Konjunktur, wie es in den USA der Fall ist.

### Keine kurzfristige Stimmungsaufhellung zu erwarten

Jegliche Erwartung einer baldigen grundsätzlichen Stimmungsaufhellung ist verfrüht. Denn zum einen werden sich die vollen Auswirkungen der geldpolitischen Straffung in der Euro-Zone erst noch zeigen. Die Geldmenge im Euro-Raum ist im September weiter zurückgegangen. Vor dem Hintergrund hoher Zinsen und konjunktureller Unsicherheit scheint der Appetit auf Kredite und Investitionen in den kommenden Monaten eher gedämpft – vor allem weil die EZB voraussichtlich nicht vor Mitte 2024 die Zinsen wieder senken wird. Hinzu kommt die kräftige Korrektur am Immobilienmarkt, die die deutsche Bauwirtschaft auch im Jahr 2024 belasten sollte. Zum anderen steht der US-Wirtschaft die Abkühlung noch bevor. In diesem Jahr hat sie noch positiv überrascht: Trotz deutlicher Zinserhöhungen der

**Deutschland: Stimmung der Wirtschaft**

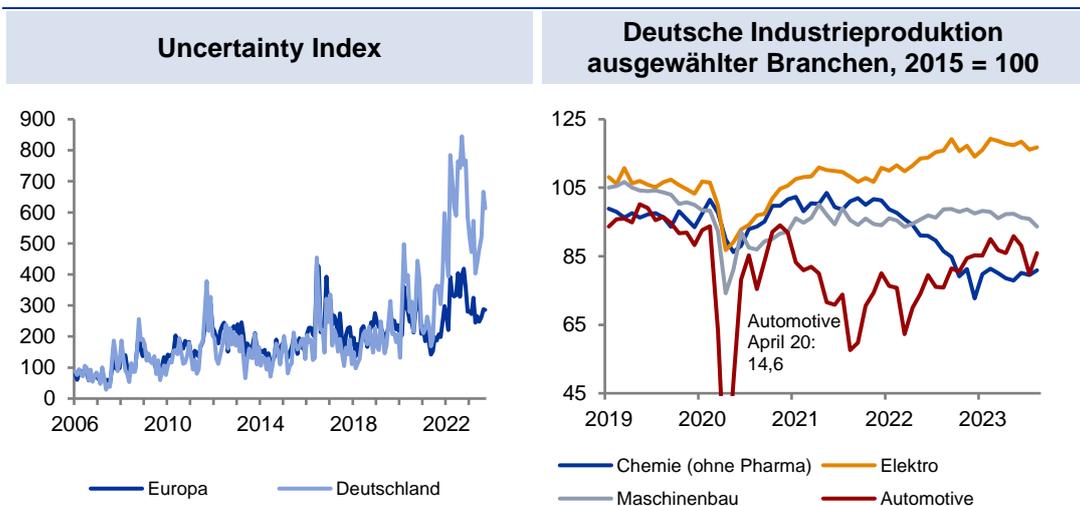


Quelle: Feri (ifo)

Fed zeigt sich die US-Wirtschaft bisher sehr robust. So sollte das dortige BIP-Wachstum im Jahr 2023 bei über 2 % liegen, obwohl die Fed die Zinsen innerhalb von 16 Monaten von 0,25 % auf aktuell 5,5 % angehoben hat.

Ein Grund für die immer noch robuste US-Wirtschaft ist die US-Fiskalpolitik. Im Fiskaljahr 2023, das im September endete, lag das Haushaltsdefizit bei 1,7 Billionen US-Dollar und damit um 23 % höher als im Vorjahr. In den ersten drei Quartalen 2023 lag das Defizit mit fast 7 % des BIP ebenfalls über dem Niveau von 2022. Ohne Zweifel verwässert die US-Fiskalpolitik die geldpolitischen Anstrengungen der Fed, was womöglich für noch höhere US-Zinsen sorgen wird. Im Gegensatz zur EZB hat deshalb die Fed ihren Zinshöhepunkt vielleicht noch nicht erreicht. Dennoch gibt es auch in den USA erste Anzeichen, dass die Zinsanhebungen nicht ohne Folgen bleiben. Schon seit längerem nimmt der Zahlungsverzug bei Kreditkarten und Automobilkrediten zu. Wir erwarten deshalb eine Abkühlung der US-Wirtschaft in den kommenden Quartalen und ein BIP-Wachstum im Jahr 2024 von nur noch rund 1 %. Dies wird die Stimmung vor allem der deutschen Exportwirtschaft weiter belasten.

**Deutschland: Unsicherheit und Industrieproduktion**



Quelle: [Economic Policy Uncertainty Index](#); Feri (Statistisches Bundesamt)

## Ausblick Verarbeitendes Gewerbe: Angebots- und Nachfrageprobleme belasten Ausblick

Die Kombination aus der bevorstehenden Abkühlung der US-Wirtschaft sowie dem geringen bzw. unsicheren Wirtschaftswachstum in China belasten die globale Konjunktur und damit die deutsche Industrieproduktion. Die Nachfrageschwäche in Kombination mit Angebotsproblemen wie hohen Energiekosten bremsen das Produktionswachstum – kurz- und mittelfristig. Insgesamt schwächelt die Industrieproduktion am Standort Deutschland nun schon länger. So lag das Produktionsniveau im bisherigen Verlauf des Jahres 2023 immer noch 5,1 % unter dem Vorkrisenniveau von 2019. Schon seit Jahren fehlt es dem Verarbeitenden Gewerbe an Wachstumsdynamik. Die vier wichtigsten Branchen im Einzelnen:

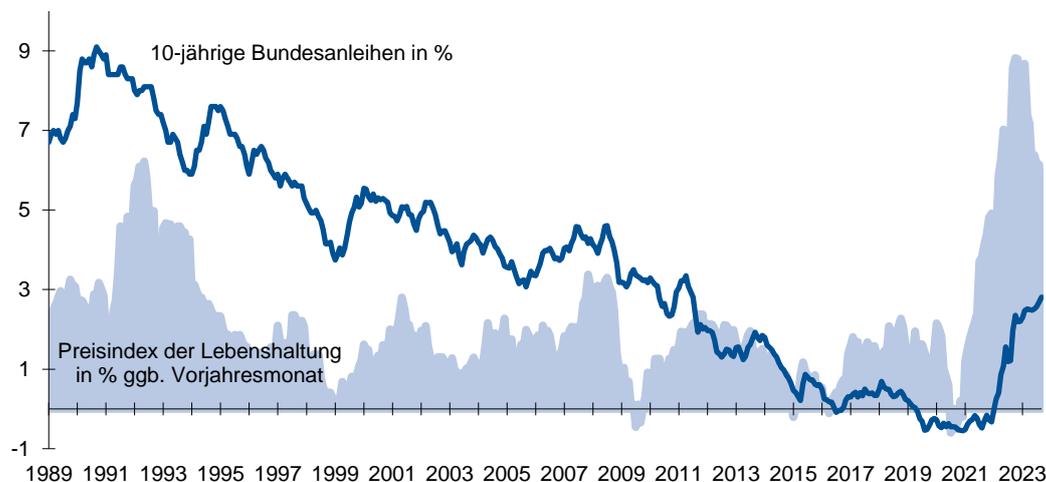
- Die Produktion der Chemieindustrie hat sich im Jahr 2023 auf einem niedrigen Niveau stabilisiert. So liegt die bisherige Produktion rund 12 % unter dem Vorkrisenniveau. Eine Bodenbildung der Produktion sowie bei den Auftragseingängen ist erkennbar. Letztere erholen sich tendenziell seit März 2023 – wenn auch nur leicht. Angesichts hoher Energiekosten und eines schwachen Konjunkturausblicks ist auf Sicht von keiner spürbaren Belebung der Chemieindustrie auszugehen.
- Der Maschinenbau zeigt noch einen recht stabilen Produktionsverlauf. Allerdings liegt das Niveau deutlich unter dem von 2019. Am aktuellen Rand ist jedoch ein spürbarer Produktionsrückgang zu erkennen. Aufgrund der konjunkturellen Unsicherheiten dürfte sich diese Entwicklungen weiter festigen. Die Auftragseingänge zeigen nun schon länger einen negativen Trend.
- Die im August 2021 gestartete tendenzielle Erholung der Automobilindustrie hat sich bis dato grundsätzlich fortgesetzt. Das aktuelle Produktionsniveau ist allerdings weiterhin unter dem Niveau von 2019. Auch ist der Ausblick für die Automobilindustrie verhalten. Die Nachfrage sollte angesichts von Konjunkturertrübung und Zinsanstiegen weiter unter Druck kommen. Somit ist eher von einem erneuten Rückgang der Produktion in den kommenden Monaten auszugehen.
- Die Elektroindustrie ist die einzige der vier Branchen, die ihren Wachstumstrend uneingeschränkt fortsetzt und ihr Vorkrisenproduktionsniveau klar überschritten hat – als noch keine strukturelle Disruptionen zu erkennen waren. **Dennoch wird sich auch diese Branche der Konjunkturerwartung nicht vollständig entziehen können.**

**Fazit:** Auch wenn sich das ifo Geschäftsklima im Oktober leicht erholen konnte, bleibt der Ausblick eher trüb und eine nachhaltige Trendwende der Stimmung ist kurzfristig nicht zu erwarten.

Im Gegenteil: Die Folgen der geldpolitischen Straffung und die erwartete Abkühlung der US-Wirtschaft werden weiterhin für Gegenwind sorgen. Wichtige deutsche Branchen des Verarbeitenden Gewerbes zeigen dabei schon länger eine schwache Wachstumsdynamik. Einzige Ausnahme ist die Elektroindustrie. Denn obwohl auch die Automobilindustrie bis August Erholungstendenzen verzeichnet hat, ist angesichts der Konjunkturerwartung von einem erneuten Produktionsrückgang auszugehen.

Die IKB erwartet ein BIP-Wachstum von 0,3 % im Jahr 2024. Die Industrieproduktion dürfte bestenfalls stagnieren.

## Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank

## Geldpolitik: Fiskalpolitik bleibt entscheidend

### Geldpolitische Straffung auf gutem Weg, ...

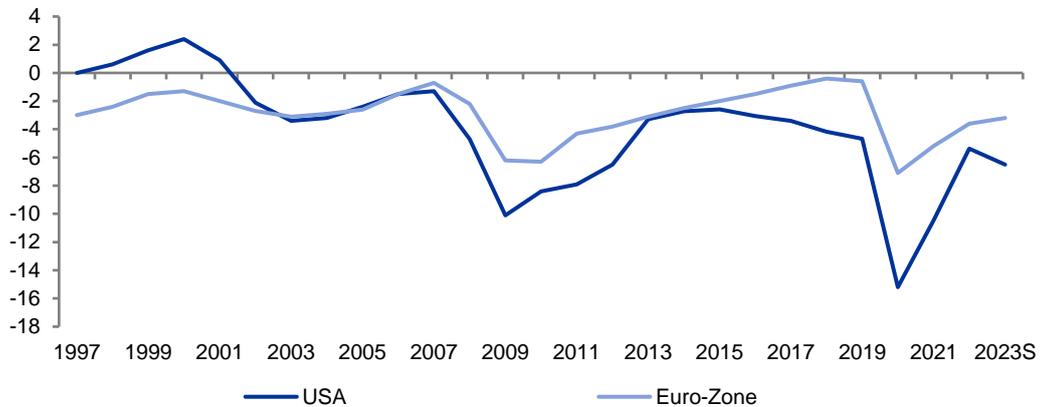
Nach fast einem Jahr des graduellen Rückgangs der Geldmenge M3 in der Eurozone ist diese im September saisonbereinigt im Vergleich zum Vormonat minimal angestiegen. Gleiches gilt für die Kreditvergabe an Unternehmen. Der Ausblick ist laut der jüngsten Umfrage der EZB allerdings eindeutig: Die Privatwirtschaft sieht keinen Bedarf an Neukrediten, sei es für Konsum- oder Investitionszwecke. Die Kreditbestände bei den Banken sollten also in den kommenden Monaten weiter unter Druck bleiben, vor allem, weil die Nachfrage der privaten Haushalte weiter nachlassen sollte. Die geldpolitische Straffung der EZB greift also nicht nur, sie ist zudem trotz des historisch relativ niedrigen EZB-Einlagenzinsniveaus von 4 % durchaus effektiv. Das letzte Mal, als die Euro-Zone solch eine Abkühlung der Geldmengenentwicklung verzeichnete, war in der Finanz- bzw. Eurokrise.

Deshalb sollten erneut ansteigende Ölpreise hinsichtlich ihrer Wirkung auf die Inflationsentwicklung nicht überbewertet werden. Denn im Umfeld einer schrumpfenden Geldmenge und realwirtschaftlicher Stagnation bzw. Rezession werden solche Preisanstiege eher zu realen Einkommensverlusten oder Margendruck führen als zu einer Inflationsspirale. Die Folgen erneuter Preisschocks werden sich also negativ auf die Konjunktur auswirken und stellen in diesem Umfeld kein Risiko für den Inflationsausblick dar. Somit wird in den kommenden Monaten nicht nur die allgemeine Inflation beim Verbraucherpreisindex weiter zurückgehen, sondern auch die Kerninflation (siehe Beitrag unten).

### ... doch Fiskalpolitik bleibt für das Timing einer ersten Zinssenkung entscheidend

Die Eurozone scheint bei der Bekämpfung der unterliegenden Inflationsdynamik weiter voran geschritten zu sein als die USA. Der Grund hierfür ist die US-Wirtschaft, die sich trotz eines deutlichen Anstiegs der Fed-Funds-Rate immer noch überraschend robust zeigt. Hieran hat die US-Fiskalpolitik einen großen Anteil, da sie durch ihre Defizitvergrößerung bis dato die geldpolitische Straffung verwässert hat. Die Staaten der Eurozone hielten sich fiskalisch hingegen zurück. Das Defizit der Eurozone lag im Jahr 2022 bei 3,6 % des BIP und sollte sich laut EU-Schätzung im Jahr 2023 auf 3,2 % reduzieren. Die – wenn auch eher nur moderate – Zurückhaltung der Euro-Staaten hat also die geldpolitische Ausrichtung der EZB unterstützt und forciert eine relativ deutliche Abkühlung der Wirtschaft.

**Staatlicher Haushaltssaldo in % des BIP**



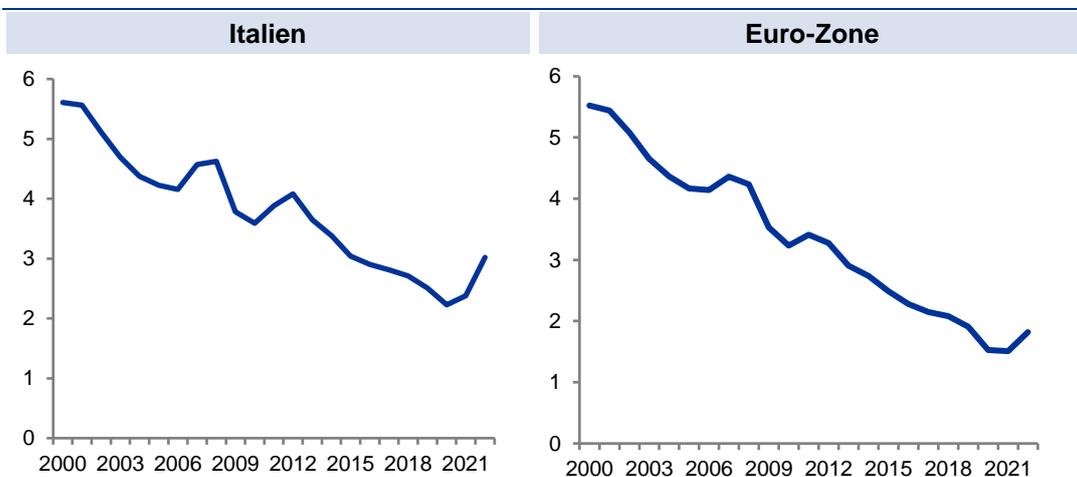
Quelle: Bloomberg

Es wäre wünschenswert, wenn die Euro-Staaten diesen Kurs auch im Jahr 2024 trotz der herausfordernden Konjunktur beibehalten bzw. das Defizit weitere einengen. Dann wäre in der Tat der Raum für eine erste Zinssenkung der EZB Mitte 2024 vorhanden. Zudem ergäbe sich auch eine gewisse Erleichterung, was den mittelfristigen Inflationsausblick angeht. Denn schon länger besteht die Sorge, dass sich die Haushaltsdefizite der Euro-Staaten im Umfeld einer Rezession ausweiten könnten. Solch eine Fiskalpolitik würde allerdings zu einer längeren Phase der geldpolitischen Straffung bzw. weiteren Zinsanstiegen führen, was wiederum Raum für Disruptionen mit sich bringen würde. In den USA haben sich diese bereits im Bankensektor gezeigt, in Deutschland womöglich bereits am Immobilienmarkt.

**Schuldentragfähigkeit der Staaten braucht straffe und nicht lockere Geldpolitik**

Eine Ausweitung staatlicher Haushaltsdefizite würde das Risiko von Zweitrundeeffekten hinsichtlich der Inflationsentwicklung fördern. Dies hätte weitere Zinsanstiege bzw. eine deutlich längere Dauer des aktuellen Zinsniveaus zur Folge. Das Argument, die EZB könne die Zinsen angesichts sich ausweitender Defizite und Schuldenquoten nicht weiter anheben, ist nicht schlüssig. Denn die Schuldentragfähigkeit eines Staates ist von seiner effektiven Zinsrate und damit der Zinsstrukturkurve sowie seinem nominalen BIP-

**Effektive Zinsrate des Staats in % (Zinszahlungen in % der Verschuldung)**



Quellen: EIU

Wachstum abhängig. Entscheidend ist deshalb weniger, wie sich kurzfristige Zinsen entwickeln, sondern eher wie sich die Zinskurve bzw. Zinslast relativ zum nominalen BIP-Wachstum verhalten.

Der Gedanke, ein Staat könne sich seiner Schulden durch eine hohe Inflation entledigen, weil das nominale BIP stärker zulegt, verliert im Kontext einer Refinanzierung der Schulden durch den Kapitalmarkt an Relevanz. Denn steigende Inflation führt nicht nur zu höheren Zinsen, sondern auch zu einer höheren Inflationsprämie und damit zu einem höheren realen Zinssatz. Das Verhältnis zwischen nominalem BIP-Wachstum und effektivem Zinssatz des Staates verschlechtert sich also mit steigender Inflation. So war es 1923/24 auch nicht die Hyperinflation, die damals maßgeblich durch die Fiskalpolitik vorangetrieben wurde, sondern die Währungsreform, die den deutschen Staat ermöglichte, sich seiner Schulden größtenteils zu entledigen. Gerade für eine stabile Schuldentragfähigkeit muss also der Notenbankzins ausreichend ansteigen, damit mittelfristig die reale Zinslast des Staates nicht zunimmt.

#### Einschätzung:

- Gemessen an der Geldmengenentwicklung und Kreditvergabe ist die geldpolitische Ausrichtung in der Eurozone ausreichend straff, um Zweitrundeneffekte hinsichtlich der Inflation zu unterbinden. Aus dieser Sicht hat die EZB mit einem Einlagenzinssatz von 4 % genug getan. Doch nur wenn die Fiskalpolitik auch weiterhin relativ restriktiv agiert, besteht Raum für eine erste Zinssenkung im kommenden Jahr.
- Nicht die Inflationsentwicklung, sondern ein niedriger realer Zinssatz bzw. ein hohes BIP-Wachstum sichert die Schuldentragfähigkeit eines Staates. Hierfür muss die EZB eine restriktive Geldpolitik überzeugend verfolgen und Inflationserwartungen stabil halten. Somit sind im Umfeld einer erhöhten Inflation höhere Kurzfristzinsen erforderlich, um die staatliche Schuldentragfähigkeit zu sichern und nicht niedrigere.

**Fazit:** Wie erwartet, hat die EZB keine Änderung an ihren Leitzinsen vorgenommen. Denn die bereits eingeleiteten Straffungen zeigen zunehmend Wirkung, wie die Entwicklung der Geldmenge und die Kreditvergabe dokumentieren. Damit sollten auch mögliche Zweitrundeneffekte aufgrund von erneuten Energiepreisanstiegen gering bleiben.

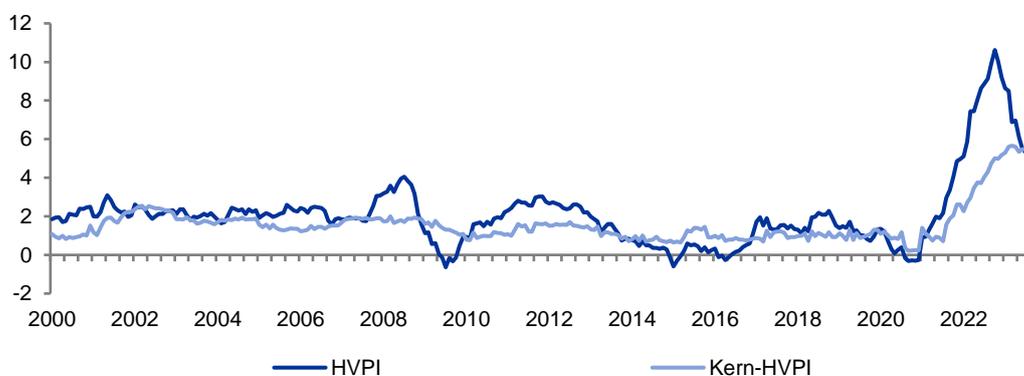
Entscheidend bleibt allerdings die weitere Entwicklung der Fiskalpolitik im Euroraum, denn würden sich die staatlichen Haushaltsdefizite im Jahr 2024 deutlich ausweiten, wäre wenig Raum für Zinssenkungen der EZB. Hierfür sind die USA ein Beispiel: Das deutlich ausgeweitete Defizit in diesem und im letzten Jahr hat bis dato einer Abkühlung der US-Wirtschaft entgegengewirkt und damit den Druck auf die Fed erhöht, weitere Zinsanhebungen vorzunehmen. Aktuell scheint die EZB daher in ihrem Inflationenkampf weiter vorangeschritten zu sein als die Fed.

## Inflation in der Euro-Zone: Risiko von Zweitrundeneffekten sinkt

**Fazit:** Das Risiko von Zweitrundeneffekten infolge eines erneuten Energie- oder Rohstoffpreisanstiegs ist eher überschaubar. Denn der Einfluss dieser Entwicklung auf die Kerninflationsrate wird maßgeblich durch die Geldpolitik, die aktuell außerordentlich restriktiv ausgerichtet ist, gesteuert. Auch wird die Lohnentwicklung eher von der Kerninflation als von der allgemeinen Inflation beeinflusst – zumindest in Deutschland. Das Entstehen einer Lohn-Inflationsspirale ist demnach ebenfalls eher überschaubar, auch wenn Rohstoffpreise für erneute Schübe in der allgemeinen Inflation sorgen könnten. Wir erwarten ein grundsätzliches Nachlassen des unterliegenden Inflationsdrucks, was der Glaubwürdigkeit der EZB mehr und mehr Auftrieb geben sollte. Weitere Zinsanhebungen sind angesichts der aktuellen Geldmengenentwicklung nicht nötig.

In der Beurteilung der Inflationsgefahr und geldpolitischer Implikationen wird oftmals auf die Kerninflationsrate verwiesen. Im Gegensatz zur gewöhnlichen Verbraucherpreisinflation (Headline-Inflation) werden hier die besonders volatilen und von der Notenbank nicht direkt beeinflussbaren Preise für Energie- und Nahrungsmittel nicht berücksichtigt. Ziel ist es, einen Maßstab für Inflation zu finden, der eher auf die unterliegende Inflationsdynamik als auf abrupte Bewegungen von volatilen einzelnen Preiskomponenten abstellt. So sollte der Einfluss der Notenbank auf die Kerninflationsrate auch bedeutend größer sein als auf die gewöhnliche Headline-Inflation, die externe Schocks aus wichtigen Rohstoffpreisen beinhaltet.

**Abb. 1: Euro-Zone – Verbraucherpreis- und Kerninflationsrate in %**



Quelle: FERI (Eurostat)

Die Kerninflationsrate wird als die wichtigere Größe angesehen, wenn es um die Beurteilung von Zweitrundeneffekten und damit Implikationen für die Geldpolitik geht. Ob die EZB noch einmal die Zinsen anheben muss, bzw. wie lange der Einlagenzinssatz bei 4,0 % verweilen wird, wird deshalb vor allem von der Kerninflationsrate abhängen. Die Sorge besteht, dass ihr Anstieg nachhaltiger ausfallen könnte als die allgemeine Inflation, die momentan von sinkenden Rohstoffpreisen abgeschwächt wird. Aktuell gehen jedoch beide Raten deutlich zurück.

Da Rohstoffpreisschocks unabhängig vom lokalen Preisbildungsprozess sind, wäre ein Einfluss von der allgemeinen Inflation auf die Kerninflation zu erwarten. Denn:



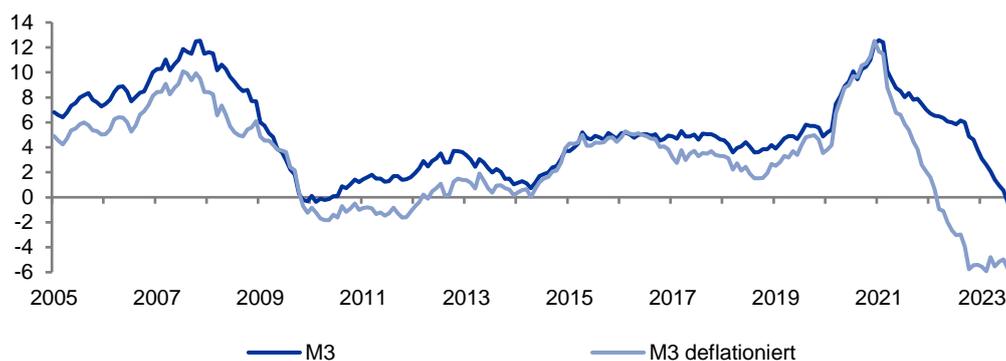
Der IKB-Podcast!  
**IKB am Freitagmorgen**  
 Jetzt abonnieren unter [ikb-blog.de/podcast](https://ikb-blog.de/podcast)

Rohstoffpreisschocks verursachen einen Anstieg der Headline-Inflation, der mehr und mehr über Zweitrundeneffekte zu einer höheren Kerninflation führt. Es sind also die allgemeine Inflationsrate und exogenen Schocks, die letztlich die Kerninflationsrate bestimmen sollten. Empirisch lässt sich dies jedoch nicht überzeugend belegen – trotz doch bedeutender Energie- und Nahrungsmittelpreisschocks in den letzten Jahren. Wie ist das zu werten? Nicht einzelne Schocks, sondern der unterliegende Inflationsprozess ist es, der beide Inflationsraten treibt.

Höhere Inflation ist demnach nicht die Folge von Rohstoffpreisschocks, die einmalige Preisanstiege verursachen, sondern es ist die Geldpolitik, die diese Schocks finanziert und damit in der Breite zu Inflation führt. Für eine nachlassende Inflation sind deshalb auch nicht sinkende Rohstoffpreise entscheidend, sondern es ist die geldpolitische Ausrichtung. Dies sollte nicht überraschen. Schließlich kann ein anhaltend und breitangelegter Preisanstieg – also Inflation – nur mit Hilfe der Notenbank finanziert und aufrechterhalten werden. Es liegt allein im Ermessen der Notenbank, wie nachhaltig ein Inflationsanstieg sein wird, und er hängt nicht vom Rohstoffpreisausblick ab.

Eine unterstützende Geldpolitik erlaubt einen schnellen Durchlauf von Preisschocks hin zur allgemeinen Verteuerung. Also: Ein Rohstoffpreisschock verursacht im Umfeld einer unterstützenden Geldpolitik schnelle allgemeine Preisanstiege und Zweitrundeneffekte, was wiederum einen starken Gleichlauf von Kerninflation und Headline-Inflation verursacht. Deshalb sollte der erneute Ölpreisanstieg im Kontext der bereits existierenden geldpolitischen Straffung nicht überbewertet werden. Er wird eher zu einem realen Einkommensverlust als zu Inflation führen. Denn die geldpolitische Ausrichtung der EZB, gemessen an der Geldmengenentwicklung, ist in der Euro-Zone äußerst restriktiv – im Gegensatz zu den Jahren 2021 und 2022, als Geld- und Fiskalpolitik Rohstoffpreisschocks angefeuert haben und so schnell für einen deutlichen Anstieg der Headline- und Kerninflationsrate sorgten.

**Abb. 2: Euro-Zone – Geldmengenentwicklung M3, Veränderung in % zum Vorjahresmonat**



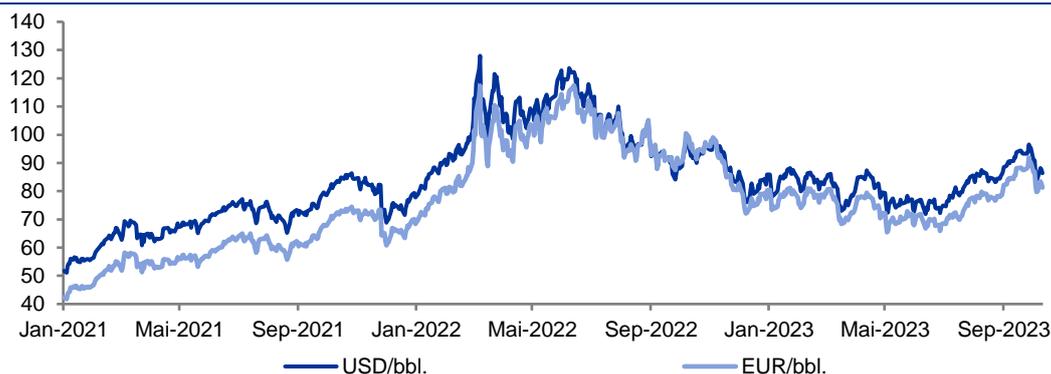
Quelle: FERI (EZB)

Die Kerninflationsrate zeigt eine andere Dynamik als die allgemeine Inflation. Die allgemeine Inflation ist eine nicht stationäre Zeitreihe und spiegelt die Volatilität von u. a. Rohstoffpreisschocks. Die Kerninflationsrate zeigt hingegen eine deutlich geringere Volatilität und könnte statistisch sogar eine stabile Zeitreihe darstellen. Die Notenbank konnte also über Jahre durch ihre gewollte oder ungewollt restriktive Geldpolitik die unterliegende Inflationsdynamik in der Euro-Zone stabil halten und eskalierende Zweitrundeneffekte aufgrund von Preisschocks unterbinden – auch wenn Rohstoffpreise einen deutlichen Anstieg der Volatilität bei der allgemeinen Inflation verursacht hatten.

Tariflohnanpassungen in Deutschland können hingegen um einiges besser durch die Kerninflationsrate als durch die allgemeine Inflation erklärt werden. Dies bestätigt zum einen,

dass die Kerninflationsrate in der Tat für Zweitrundeneffekte bzw. eine Lohn-Inflationsspirale entscheidend ist. Zum anderen zeigt es erneut, dass das Risiko von Rohstoffpreisschocks für Zweitrundeneffekte zu relativieren ist. Denn solange sich diese nicht in der Kerninflationsrate zeigen, bleibt das Risiko von Zweitrundeneffekten überschaubar. Eine Beziehung zwischen Rohstoffpreisen und Kerninflation ist dank der straffen Geldpolitik aktuell unterbunden. So besteht ein begrenztes Risiko von Zweitrundeneffekten bzw. einer Lohn-Inflationsspirale aus erneuten Rohstoffpreisschocks.

**Abb. 3: Ölpreis (Brent) in US-Dollar und Euro pro Barrel**



Quelle: Bloomberg

Sollte die Notenbank ein Inflationsziel basierend auf der Kerninflation verfolgen? Nein – das Ziel sollte sich auf die allgemeine Preisstabilität beziehen und nicht auf die Stabilität eines selektierten, eingeschränkten Preisindex. Es muss ein ausreichend repräsentativer Warenkorb sein, der vom allgemeinen Inflationsindex abgedeckt wird – auch wenn er eine höhere Volatilität zeigt. Die Bandbreite oder der geldpolitische Horizont könnte bei einem Ziel basierend auf der Kerninflation zwar enger bzw. kürzer sein, für das Verständnis von Preisstabilität und die Beurteilung von Kaufkraft bzw. Geldentwertung ist jedoch der allgemeine Verbraucherpreisindex relevant. Die Kerninflation ist dennoch der notwendige Anker, um Zweitrundeneffekte zu unterbinden. Und diese werden durch die Notenbank maßgeblich beeinflusst.

Um Inflation zu bekämpfen, muss die Notenbank Zweitrundeneffekte und damit ein Überschwappen von Preisschocks auf die Kerninflation verhindern. Dies ist aktuell der Fall. Die Geldmengenentwicklung zeigt, dass die Gefahr von Zweitrundeneffekten durch die Notenbank deutlich eingengt wird. In Folge wird die Kerninflationsrate spürbar zurückgehen. Einziges Risiko bleibt die Fiskalpolitik, die die eingeführten geldpolitischen Anstrengungen durch eine Ausweitung des Haushaltsdefizits und einer Verlagerung von Liquidität vom Kapitalmarkt in die Realwirtschaft verwässern könnte. Hält sich die Fiskalpolitik hingegen zurück, dann sollte die EZB unabhängig von Rohstoffpreisentwicklungen ihre Geldpolitik ausreichend gestrafft haben. Die IKB erwartet eine VPI-Inflationsrate in der Euro-Zone von 5,6 % im Jahr 2023 und 2,3 % im Jahr 2024. Das Prognoserisiko scheint ausgeglichen. Der Einlagenzinssatz sollte bei 4 % bis Mitte 2024 verharren.

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

### Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr<sup>1)</sup>

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

### Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr<sup>2)</sup>

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

### Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen in %<sup>3)</sup>

	26. Okt	Ende 2023	Ende 2024
3M-Euribor	3,94	4,1	3,4
3M-USD-Libor	5,64	5,7	4,5
10-Jahre Bund	2,92	2,7	2,4
10-Jahre U.S. Treasury	4,98	4,8	3,7

### Tabelle 4: Währungen, 1 Euro = ...<sup>4)</sup>

	26. Okt	Ende 2023	Ende 2024
EUR/USD	1,05	1,04	1,08
EUR/GBP	0,87	0,85	0,88
EUR/JPY	159	155	148
EUR/CHF	0,95	0,97	1,02
EUR/HUF	384	390	405
EUR/CZK	24,7	24,5	25,2
EUR/TRY	29,7	32,2	31,0
EUR/PLN	4,48	4,50	4,60
EUR/RUB	98,9	102,0	97,0
EUR/MXN	19,4	19,0	22,0
EUR/ZAR	20,3	20,5	21,2
EUR/CNY	7,72	7,75	7,90
EUR/CAD	1,46	1,45	1,40
EUR/AUD	1,67	1,66	1,60

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

## Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

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

Oktober 2023

Herausgeber:

Rechtsform:

Sitz:

Handelsregister:

Vorsitzender des Aufsichtsrats:

Vorsitzender des Vorstands:

Vorstand:

IKB Deutsche Industriebank AG

Aktiengesellschaft

Düsseldorf

Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Dr. Karl-Gerhard Eick

Dr. Michael H. Wiedmann

Dr. Patrick Trutwein, Steffen Zeise