

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: Ausblick 2022 – was sind die Wachstumstreiber? 2

Erholung nimmt Fahrt auf • Konsum mit kräftigem Nachholbedarf • Industriebelebung beflügelt Exporte • Ausrüstungsinvestitionen, Wende im Verlauf des Jahres • Herausforderung für den Wirtschaftsstandort im Blick behalten

Inflation: Der Druck bleibt hoch, doch er wird sich nicht halten können 4

Inflation überrascht weiter • Kräftige Teuerung ist der „Preis“ für umfangreiche Stützungsprogramme der Fiskalpolitik • Angebotsseite blieb dagegen verhalten • Aber Anpassungsprozess wird einsetzen • Kapazitätsausweitungen und Produktivitätssteigerung werden Teuerung bremsen

Deutsche Wirtschaft: Hoffnung auf Investitionswende 6

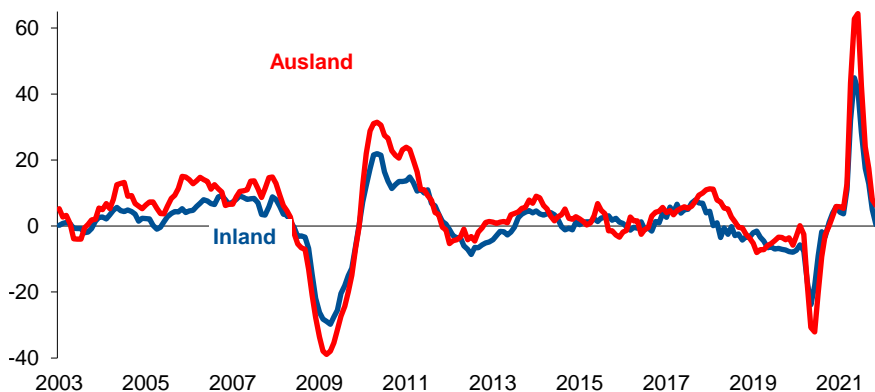
Transformationsprozess erfordert erhebliche Investitionsanstrengungen • Corona-Krise verunsicherte, führte zu „Fahren auf Sicht“, ließ Investitionen am Standort Deutschland einbrechen • Erwartete Konjunkturerholung 2022 ist wichtige Voraussetzung für Investitionswende

Inflation: Nachfrage bleibt entscheidend – und könnte Notenbank unter Druck setzen 9

Kostendruck nicht alleiniger Grund für hohe Inflation • Robuste Nachfrage ermöglicht Preiserhöhungen • Nachfragekorrektur wäre nötig • EZB-Zinserhöhung müsste dann Wirtschaft abkühlen • Negative Implikationen für DAX, deutsche Zinskurve könnte invers werden, Aufwind für Euro-Kurs nur kurzfristig

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



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

BIP-Wachstum

Deutschland	3,8
Euro-Zone	3,9
UK	4,7
USA	4,3
Japan	2,7
China	5,3

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

Deutsche Konjunktur: Ausblick 2022 – was sind die Wachstumstreiber?

Die deutsche Wirtschaftsleistung ist im vierten Quartal 2021 wie erwartet gesunken. Das Minus gegenüber dem Vorquartal lag bei 0,7 %. Nachdem das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Sommer trotz zunehmender Liefer- und Materialengpässe wieder anstieg, wurde die Erholung der deutschen Wirtschaft durch die vierte Corona-Welle und erneute Verschärfungen der Corona-Schutzmaßnahmen zum Jahresende gestoppt. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes (Zahlen für die Komponenten werden erst am 28. Februar d. J. veröffentlicht) war es vor allem der private Konsum, der unter der Verschärfung der Pandemieschutzmaßnahmen litt und damit besonders im Vergleich zum Vorquartal abnahm. Für das Gesamtjahr 2021 ergab sich ein BIP-Wachstum von 2,8 %. Damit wurde das ursprüngliche Ergebnis von 2,7 % leicht revidiert.

Ausblick 2022: Erholung nimmt Fahrt auf

Der Einstieg ins laufende Jahr dürfte noch durch die Corona-Pandemie gedämpft ausfallen. Im weiteren Jahresverlauf sollte die konjunkturelle Erholung, wenn sich das Infektionsgeschehen abschwächt und Einschränkungen zurückgenommen werden, aber wieder spürbar an Fahrt gewinnen. Getragen wird der Aufschwung vom privaten Konsum, aber auch Exporte und Unternehmensinvestitionen dürften zulegen.

Konsum mit kräftigem Nachholbedarf

Beim privaten Konsum führen zwar die hohen Inflationsraten zu gewissen Kaufkrafteinbußen. Ausschlaggebend ist aber, dass sich die Pandemielage deutlich entspannen und die Eindämmungsmaßnahmen weitgehend entfallen sollten. Der private Verbrauch wird im laufenden Jahr noch dadurch angeheizt, dass während der Pandemie gebildete Ersparnispolster für zusätzliche Konsumimpulse sorgen sollten. Auch stützt die robuste Beschäftigungsentwicklung die Verbraucherlaune. Damit dürfte der private Konsum 2022 kräftig wachsen und bereits im Verlauf des Jahres sein Vorkrisenniveau wieder erreicht haben.

Industriebelebung beflügelt Exporte

Die weltweiten Lieferengpässe, die insbesondere die deutsche Industrie belasten, sollten sich langsam auflösen. Erste positive Signale hierzu sendet das aktuelle ifo Geschäftsklima (s. [Beitrag, S. 6](#)). Mit der Auflösung der Lieferengpässe sollte die Industrieproduktion dann aufgrund von Nachholeffekten einen starken Schub erhalten. Sie dürfte sogar für einige Zeit etwas über das Niveau, das ohne die vorherigen Lieferengpässe zu erwarten gewesen wäre, hinausgehen. Dann wird ein Teil des zuvor aufgelaufenen Auftragsrückstaus abgearbeitet. Dies schlägt sich insbesondere in stark steigenden Ausfuhren nieder, sodass auch die Exporte im laufenden Jahr ihr Vorkrisenniveau erreicht haben dürften.

Ausrüstungsinvestitionen: Wende im Verlauf des Jahres

Seit dem dritten Quartal 2020 war mit Blick auf die Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland kein Fortschritt mehr zu beobachten. Sie kamen im Lauf des Jahres 2021 nicht von der Stelle, und im dritten Quartal gingen sie deutlich zurück.

Deutsche Ausrüstungsinvestitionen in Mrd. €



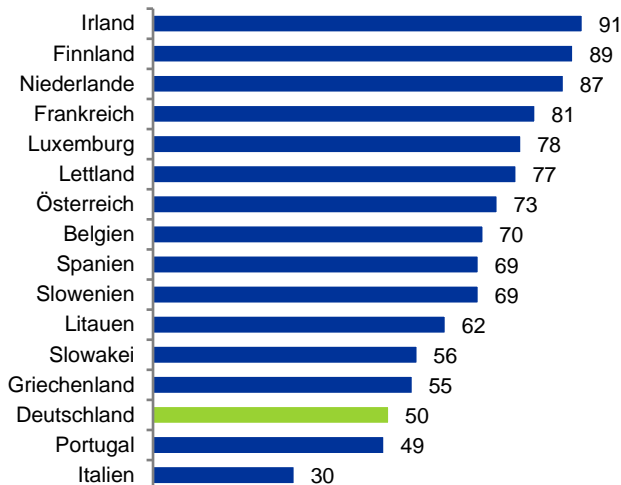
Quelle: FERI (Statistisches Bundesamt)



In der Coronakrise hat sich die Angebotsseite der Wirtschaft im Vergleich zur Nachfrage, die von den umfangreichen Stützungsmaßnahmen profitierte, als unelastisch erwiesen (s. auch *Beitrag, S. 6* und *Podcast „Warten auf den Investitionsboom“*). Neben Produktionsproblemen der Unternehmen, die sich bremsend auf die Investitionsneigung auswirkten, und Lieferengpässen, die auch Investitionsgüter betrafen, dürfte auch die Verunsicherung im Zuge der Corona-Krise die Unternehmen von Ausrüstungsinvestitionen abgehalten haben.

Mit der Auflösung der Produktionsprobleme und einer anhaltend hohen Nachfrage wird der über die vergangenen Quartale aufgebaute Investitionsbedarf für eine deutliche Belebung im Jahresverlauf sorgen. Wenn zudem das Vertrauen der Unternehmen in eine stabile Wirtschaftsentwicklung zurückkehrt, dürften die Investitionen recht kräftig zulegen. Die IKB erwartet ein Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen von rd. 6 %; dies erscheint moderat, dahinter steht allerdings eine starke Dynamik ab der zweiten Jahreshälfte. Zum Ende des Jahres sollten dann die Ausrüstungsinvestitionen ihr Vorkrisenniveau erreicht haben.

Ranking: E-Government Aktivitäten



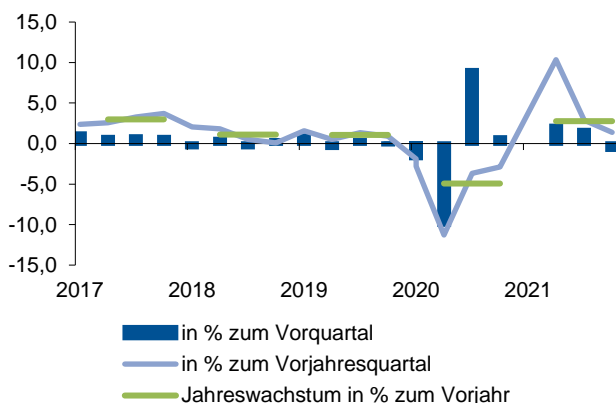
Quelle: Eurostat (EU-Umfrage zu Internet-Aktivitäten zwischen Behörden und Privatpersonen; in % der Befragten)



Trotz Konjunkturerholung die Herausforderung im Blick behalten

Wie beschrieben ist im laufenden Jahr, wenn das Pandemiegeschehen mehr und mehr unter Kontrolle gebracht werden kann, mit einer kräftigen Erholung der deutschen Wirtschaft zu rechnen. Das BIP dürfte dann im zweiten Quartal das Vorkrisenniveau erreichen. Die zu erwartenden hohen Wachstumsraten sollten aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die deutsche Wirtschaft weiterhin vor erheblichen Herausforderungen steht.

Deutsches reales BIP-Wachstum, vierteljährlich

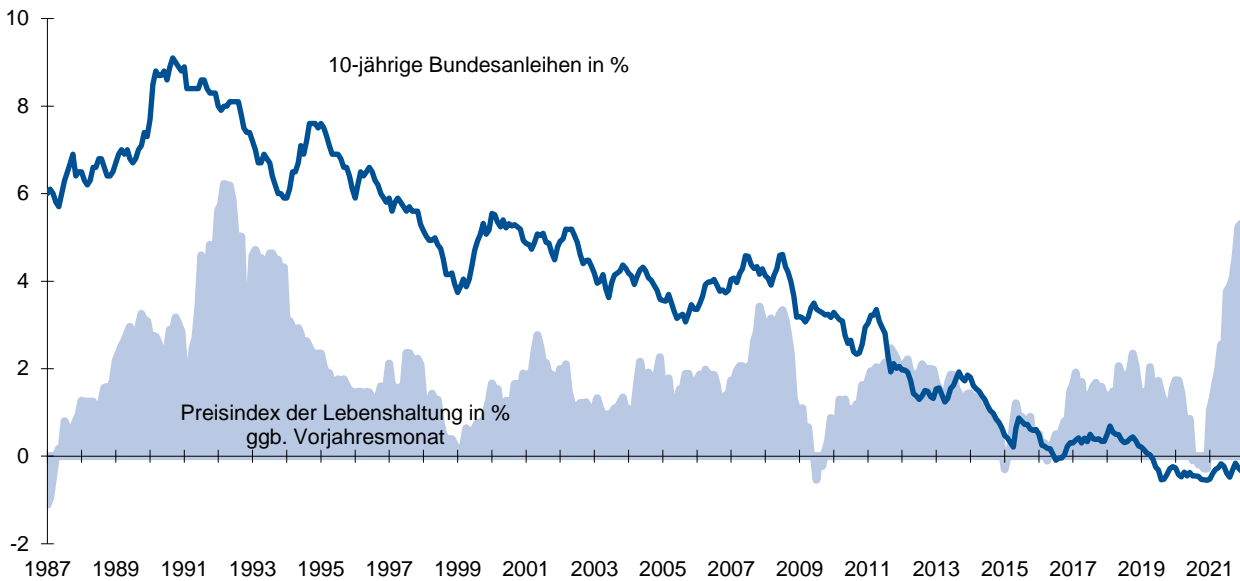


Quelle: FERI (Statistisches Bundesamt)



Neben der Klimawende sind Schwächen bei der Digitalisierung (s. Abbildung in der Mitte) und in Teilen der Infrastruktur zu beheben: Genehmigungsverfahren haben sich hier zu immensen Hindernissen entwickelt. Zudem verschlechtert sich die traditionell gute Fachkräfteversorgung mit der demografischen Entwicklung. Die großen Transformationsaufgaben erfordern passende Angebotsbedingungen, um die notwendigen Investitionen zur längerfristigen Produktionssicherung in Deutschland zu ermöglichen.

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

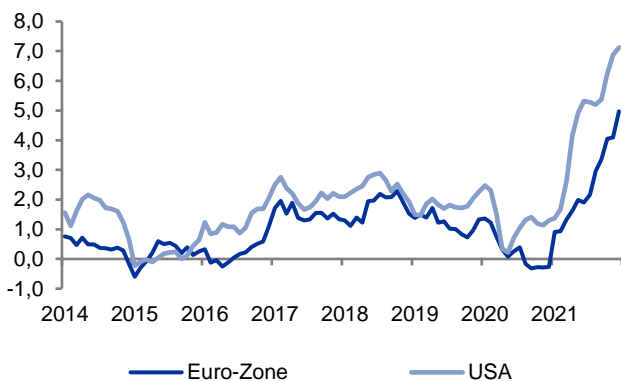


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Inflation: Der Druck bleibt hoch, ...

Inflationsraten in %



Quellen: Eurostat; Bloomberg



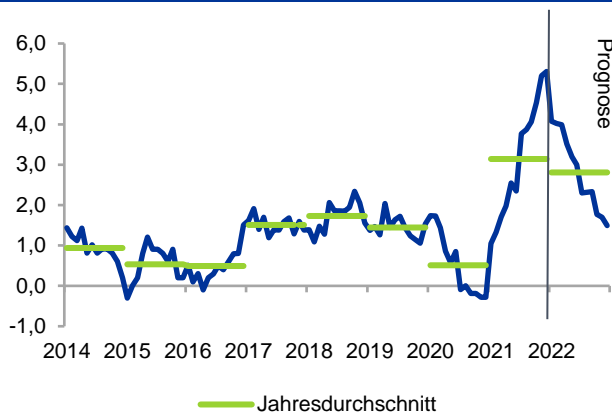
Die Inflationsraten überraschen weiterhin nach oben – in Europa wie den USA. Noch immer ergibt sich infolge von hohen Rohstoff- und Erzeugerpreisen spürbarer Kostendruck, den Unternehmen dank einer robusten Nachfrage an die Verbraucher weitergeben können. Zwar wird die auf Jahresbasis berechnete deutsche Inflationsrate aus technischen Gründen im Januar leicht zurückgehen. Die anhaltend hohen Erzeugerpreise signalisieren jedoch weiterhin einen erhöhten Inflationsdruck. So mag ein deutlicher Rückgang erst in der zweiten Hälfte 2022 erkennbar sein. Dies wird zum einen wegen Basiseffekten der Fall sein. Zum anderen sollten aber auch

die Probleme auf der Angebotsseite der Weltwirtschaft – insbesondere die Lieferengpässe und fehlende Kapazitäten – nachlassen. Grundsätzlich braucht es für eine sinkende Inflation ein höheres Angebot und/oder eine niedrigere Nachfrage. Aktuell wird von einer zunehmenden Reaktion der Angebotsseite und damit einer niedrigeren Inflation trotz des relativ hohen Wirtschaftswachstums ausgegangen.

Die Corona-Pandemie darf nicht nur als ein Wachstumsschock, sondern muss auch als ein Inflationsschock angesehen werden. Dies gilt vor allem deshalb, weil Regierungen weltweit als Reaktion auf die Pandemie alles darangesetzt haben, die Nachfrage zu stabilisieren. Das Bestreben war, jegliche nachhaltig negative Implikation für das Wirtschaftswachstum zu verhindern. Und in der Tat haben die enormen Ausweitungen der fiskalischen Defizite auf beiden Seiten des Atlantiks dafür gesorgt, dass die Realwirtschaft relativ unbeschadet durch die Krise kam. Doch nicht alle Einflüsse waren gewollt. So könnte das großzügige Verhalten der Politik die Bereitschaft, zu arbeiten, womöglich belasten. Ohne die umfangreichen Stützungsprogramme wäre die Arbeitslosigkeit deutlich angestiegen, Margen der Unternehmen wären unter Druck geraten und Deflationsdruck hätte sich breit gemacht.

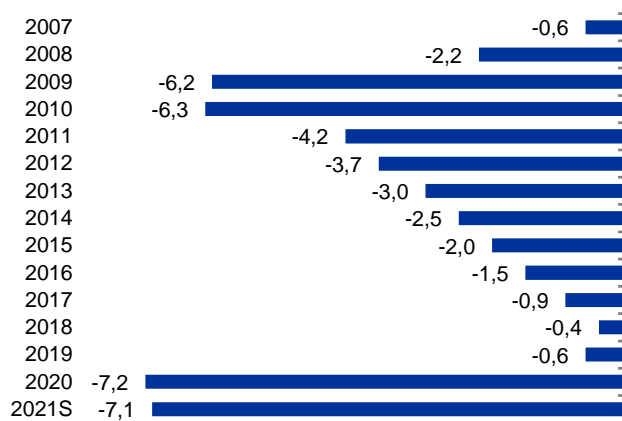
... doch er wird sich nicht halten können

Deutschland: Verbraucherpreisinflation in %



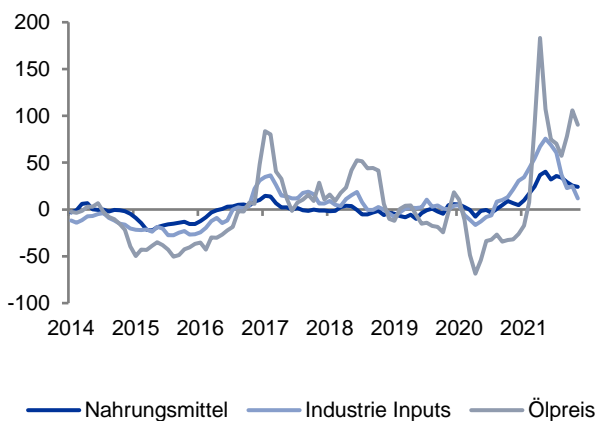
Quellen: FERI (Statistisches Bundesamt); IKB-Prognose

Euro-Zone: Haushaltsdefizit in % des BIP



Quelle: FERI (Eurostat)

Welt: Rohstoffpreise, Veränderung in % zum Vorjahresmonat



Quelle: IWF

Die Bereitschaft, zu arbeiten, hätte notgedrungen deutlich zugenommen – auch wenn es kaum freie Stellen gegeben hätte. Stattdessen ist die Erwerbsquote in den USA – und auch in Deutschland – gesunken. Ob sie mit dem Auslaufen der Sozialprogramme und der Normalisierung des Wirtschaftsgeschehens nach der Pandemie wieder messbar ansteigen wird, bleibt abzuwarten. Aktuell scheint es in Deutschland einen Fachkräftemangel auf breiter Front zu geben, der durch höhere Reallöhne nicht unbedingt aufgelöst werden kann (siehe [Beitrag auf S. 9](#)).

Die hohe Inflation ist der Preis dafür, dass der Staat durch seine sozialen Stützungsmaßnahmen eine Korrektur in der Realwirtschaft in der Krise verhindert hat. Dies war aber richtig. Denn ein wirtschaftlicher Einbruch verbunden mit hoher Arbeitslosigkeit hätte langfristig spürbare negative Wachstumsimplikationen, so wie es die große Depression gezeigt hat. Somit sollte die hohe Inflationsrate nicht im Fokus der Kritik stehen – es gab keine Alternativen. Nun ist jedoch entscheidend, dass die Inflationsrate wieder sinkt. Das bedeutet, der notwendige Anpassungsprozess muss zugelassen werden: Reale Löhne dürfen nur moderat steigen, Kapazitätsausweitungen und damit Investitionen müssen auf die Lieferengpässe reagieren, den Wettbewerbsdruck erhöhen und so Margen unter Druck setzen, was zu weiteren Angebotsreaktionen führt. Gilt es, eine Lohn-Preis-Spirale zu verhindern, muss sich Margendruck aufbauen, der Unternehmen zwingt, hohen Lohnforderungen durch Produktivitätssteigerungen entgegenzuwirken. So ist eine Lohn-Preis-Spirale bei schwacher Nachfrage auch deutlich leichter zu verhindern.

Es kann weiterhin von einem nachlassenden Inflationsdruck ausgegangen werden. Denn die Angebotsseite der Weltwirtschaft wird zunehmend auf Preisanstiege durch Kapazitätsausweitungen reagieren. Dies mag etwas länger gedauert haben, als ursprünglich erwartet, auch weil es oftmals einfacher war, die Preise anzuheben. Das positive Konjunkturmilieu im Jahr 2022 schafft allerdings zunehmend Vertrauen, das Investitionen Impulse verleiht. Auch sollten sich die Rohstoffpreisanstiege relativieren. Dies gilt kurzfristig, weil Kapazitäten ausgeweitet werden. Es gilt aber auch langfristig, weil der technologische Wandel, der durch hohe Preise angestoßen wird, die Nachfrage nach Rohstoffen dämpfen wird.

Deutsche Wirtschaft: Hoffnung auf Investitionswende

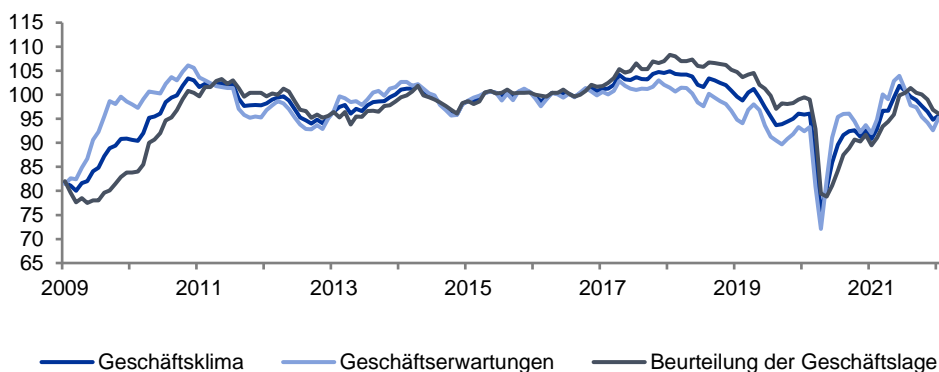
Fazit: Die deutsche Wirtschaft steht vor einem bedeutenden Wandel, der ein hohes Maß an Vertrauen in die Zukunft sowie in den Produktionsstandort Deutschland erfordert. Denn nur so werden sich die benötigten Investitionen realisieren lassen. Doch die Corona-Krise hat Gewinne einbrechen lassen und sorgt weiterhin für hohe Unsicherheit, was die Investitionsbereitschaft belastet und eher für Inflation als für Wachstum sorgt.

Erste Stimmungsaufhellungen, die das ifo Geschäftsklima signalisiert, und vor allem die erwartete Konjunkturbelebung im Jahr 2022 lassen jedoch auf eine Wende bei den Investitionen hoffen. Das ist vor allem für kleinere Unternehmen wichtig. Die IKB erwartet im Jahr 2022 ein BIP-Wachstum von rd. 4 %.

Stimmungsindikatoren geben Hoffnung, ...

Die deutsche Wirtschaft startet optimistisch ins neue Jahr. So sind die Einkaufsmanager-Indizes deutlich stärker angestiegen als erwartet und befinden sich nun wieder über der Expansionsschwelle von 50 Punkten. Die Mehrheit der Unternehmen sieht also eine Erholung. Dies steht im Einklang mit den Prognosen der meisten Volkswirte. So wird zwar mit einem möglichen schwachen ersten Quartal gerechnet. Aber ab dem zweiten Quartal und insbesondere in der zweiten Jahreshälfte 2022 sollte die Wachstumsdynamik der Wirtschaft sowie der Industrie deutlich zulegen. Diese Erwartung beruht auf der Entwicklung von Nachfragekomponenten wie dem privaten Konsum oder den Exporten. Auch das ifo Geschäftsklima für Januar bestätigt diese Entwicklung. So hat sich der Indikator zu Anfang des Jahres klar aufgehellt und stieg um fast einen Zähler auf 95,7 Punkte. Die Unternehmen blicken vor allem wieder optimistischer in die Zukunft, dieser Teil-Index hat sich kräftig um 2,6 Zähler verbessert. Hingegen wurde die aktuelle Lage etwas schlechter beurteilt; der Teilindex sank leicht um 0,8 Punkte.

Abb. 1: ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



Quelle: Bloomberg

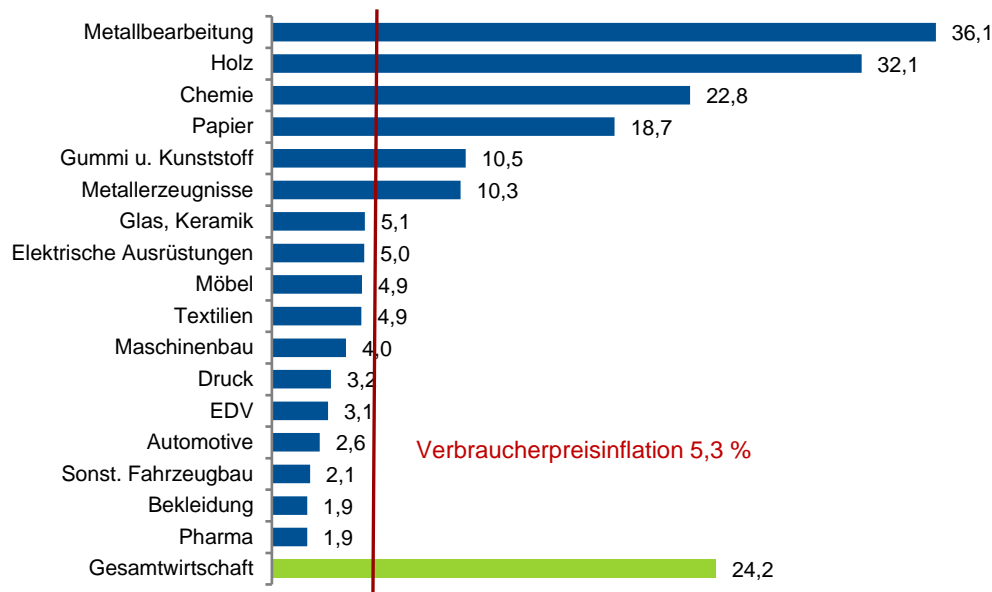
Vor allem die Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe hat sich deutlich aufgehellt. Die Unternehmen waren zufriedener mit den laufenden Geschäften. Zudem nahm der Optimismus mit Blick auf die kommenden Monate zu. Die Lieferengpässe bei Vorprodukten und Rohstoffen haben sich etwas entspannt. Die Kapazitätsauslastung stieg von 84,9 % auf 85,6 %.

... doch entscheidend wird die Angebotsseite sein ...

Die globale Angebotsseite sollte im Verlauf des Jahres 2022 zunehmend positive Wachstumsimpulse liefern und so dem im Jahr 2021 durch fehlende Kapazitätsausweitungen verursachten Inflationsdruck entgegenwirken. Dies betrifft Rohstoffmärkte wie rohstoffnahe Industrien. Im Allgemeinen reagiert die Angebotsseite einer Wirtschaft unelastischer als die Nachfrage. Es braucht also Zeit, bevor Preisanstiege bzw. Nachfrageschübe zu einem Kapazitätsausbau führen. Damit ist allerdings im Verlauf der Jahre 2022 und 2023 zunehmend zu rechnen – schließlich haben die kräftigen Preisanstiege klare Anreize hierfür geschaffen. Unternehmen in Deutschland konnten den Kostendruck im Jahr 2021 aufgrund der robusten Nachfrage weitergeben. Somit ergab sich kein bedeutender Margendruck und damit auch nicht die Notwendigkeit von Kapazitätserweiterungen bzw. Produktivitätswachstum am Standort Deutschland. Das hohe Umsatzwachstum und die vielfache

Rückkehr in die Gewinnzone 2021 sollten dennoch die grundsätzliche Investitionsbereitschaft der Unternehmen stützen.

Abb. 2: Veränderung der Erzeugerpreise in % des Vorjahresmonats, Dezember 2021



Quelle: Statistisches Bundesamt

... und damit das Investitionsverhalten am Standort Deutschland

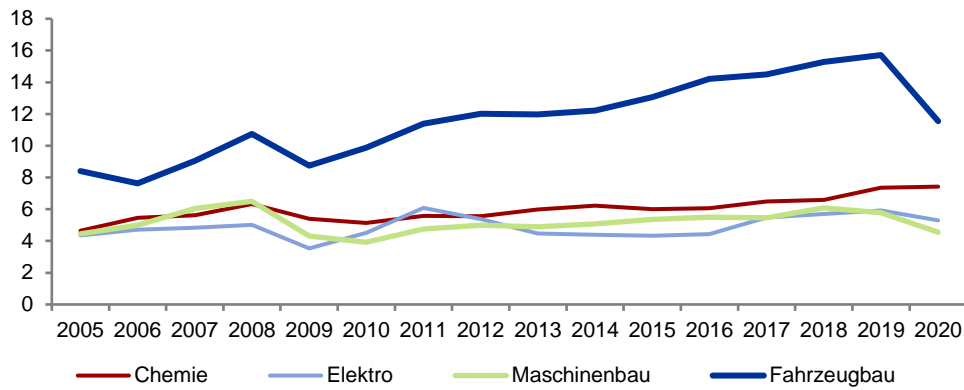
Kapazitätserweiterungen sowie Produktivitätsverbesserungen am Standort Deutschland benötigen Investitionsbereitschaft. Im dritten Quartal 2021 wurden die Ausrüstungsinvestitionen jedoch erneut zurückgefahren. Das Investitionsvolumen lag auf dem Niveau vom Frühjahr 2016. Und auch in den kommenden Monaten ist nicht unbedingt mit einer spürbaren Wende zu rechnen – trotz der Stimmungsaufhellung im ifo Geschäftsklima. Denn Lieferengpässe, geopolitische Risiken sowie anhaltende Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Pandemie belasten weiterhin die Investitionsbereitschaft. Hinzu könnte in den kommenden Monaten das Risiko einer restriktiveren Geldpolitik kommen. Zwar wird im Jahr 2022 keine Zinsreaktion der EZB erwartet. Das lange Ende der Zinskurve hat sich aber von seinen Tiefständen klar verabschiedet, und auch in den kommenden Monaten ist mit weiteren Renditenanstiegen zu rechnen. All diese Unsicherheitsfaktoren forcieren ein „Fahren auf Sicht“. Dies zeigt sich auch schon länger daran, dass Ausrüstungsinvestitionen am Standort Deutschland trotz der hohen und anhaltenden Diskrepanz zwischen Nachfrage (Auftragseingänge) und Angebot (Produktion) keinen spürbaren Schub erleben. Demnach bleibt auch die Kreditnachfrage eher überschaubar. Bereits seit dem Jahr 2019 flaut das Wachstum ab. Die Corona-Pandemie hat zwar zu einem Anstieg der kurzfristigen Liquidität geführt. Unternehmen haben diese jedoch bereits wieder zurückgeführt: Das Volumen kurzfristiger Kredite ist auf dem Niveau von Anfang 2018. Und auch bei den vier großen Industriebranchen zeigt sich eine andauernde Zurückhaltung bei der langfristigen und damit investitionsgetriebenen Kreditnachfrage.

Die Bilanzauswertung der IKB für die Automobilzulieferindustrie (siehe *IKB-Automobilzuliefer-Bericht*) hat gezeigt, dass es zwischen großen und kleinen Unternehmen eine zunehmende Divergenz der Investitionsquoten gibt: Die Investitionsbereitschaft von kleineren Unternehmen hat deutlich nachgelassen. Deshalb haben die Corona-Pandemie und die strukturellen Veränderungen in der Automobilindustrie vor allem den kleineren Zulieferern zugesetzt. Da Investitionen der größeren Unternehmen einen höheren Auslandsanteil aufweisen dürften, erklärt dies auch das eher schwache Investitionsverhalten am Standort Deutschland. Insgesamt sind die Ausrüstungsinvestitionen des Fahrzeugbaus im Jahr 2020 am Standort Deutschland massiv eingebrochen und befanden sich auf dem Niveau von 2013 – und dies in einer Branche, die aktuell hohe Investitionen für ihren strukturellen Wandel tätigen muss.

Deshalb ist die erwartete konjunkturelle Erholung im Jahr 2022 so wichtig. Es ist entscheidend, dass die konjunkturelle Flut wieder alle Boote anhebt und auch kleinere Unternehmen durch Gewinnsteigerungen in die Lage versetzt, vermehrt zu investieren und den Wandel voranzutreiben. Zwar sind viele Unternehmen bereits

im Jahr 2021 wieder in die Gewinnzone gerutscht, doch noch fehlt das Vertrauen und die Stimmung, um Investition am lokalen Standort voranzutreiben. Die IKB erwartet einen Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen im Jahr 2022 von fast 6 %. Dies würde am Jahresende dem Vorkrisen-Niveau von 2019 entsprechen.

Abb. 3: Ausrüstungsinvestitionen in Mrd. € nach Branchen



Quelle: Statistisches Bundesamt

Inflation: Nachfrage bleibt entscheidend – und könnte Notenbank herausfordern

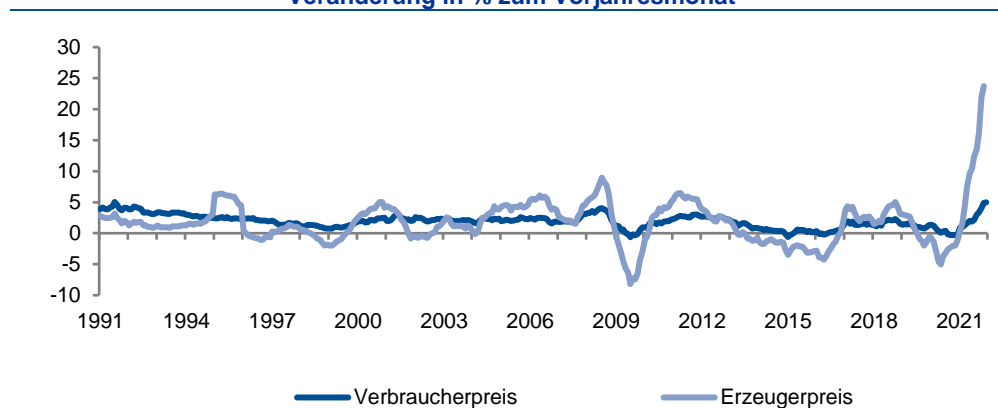
Fazit: Die aktuell hohe Inflationsrate ist nicht nur Folge des Kostendrucks. Sie resultiert auch aus der kräftigen Nachfrage, die Unternehmen erlaubt, Preiserhöhungen durchzusetzen. Produktivitätsverbesserung infolge eines Margendrucks fand weniger statt. Zudem ist die Angebotsseite durch die Corona-Krise weniger elastisch, da die Investitionsbereitschaft durch die Pandemie belastet wurde und die Erwerbsquote, also das Arbeitsangebot, womöglich nachhaltig gesunken ist.

In Deutschland helfen höhere Reallöhne nicht, die Erwerbsquote auszuweiten. Es ist eher der Rückgang des Arbeitsangebots, der die Sorge vor deutlich steigenden Reallöhnen befeuert. Kurzfristig gibt es nur eine Variable gegen den Inflationenkampf: eine schwächere Nachfrage. Deshalb hat die EZB auch weiterhin einen entscheidenden Einfluss – vor allem wenn die Fiskalpolitik mitspielt. Zinserhöhungen vorzunehmen, um die Wirtschaft abzukühlen, würde den DAX jedoch empfindlich treffen und könnten sogar zu einer inversen Zinskurve führen.

Kostendruck nicht der eigentliche Grund für die hohe Inflation

Die Erzeugerpreise legen weiter deutlich zu. Und auch bei dem jüngsten Anstieg wird insbesondere auf anziehende Rohstoff- und Energiepreise als Ursache verwiesen. Doch dies allein reicht nicht aus, um die enormen Erzeuger- sowie Verbraucherpreissteigerungen zu erklären. Der entscheidende Grund ist eine anhaltend hohe Nachfrage in Kombination mit einem eher konstanten Angebot. Zwar treiben Kapazitätsengpässe die Rohstoffpreise nach oben, doch es ist die anhaltend robuste Nachfrage, die es den Unternehmen erlaubt, diese Preiserhöhungen relativ einfach weiterzugeben und so ihre Margen zu stabilisieren oder sogar auszuweiten. Es ist also die Kombination angebotsseitiger Themen, wie der Investitionszurückhaltung infolge der Corona-Pandemie oder des Fachkräftemangels und einer durch die Fiskalpolitik unterstützten robusten Nachfrage, die für ein Ungleichgewicht sorgt und Kosten- in Inflationsdruck umwandelt. Wäre die Nachfrage nicht so robust, würde der Kostendruck auch zu Margendruck führen, was wiederum Produktivitätssteigerungen und somit eine beschleunigte Reaktion der Angebotsseite erfordern würde. So treibt die Corona-Pandemie die Inflationsrate nach oben, da Unternehmen kurzfristig eher die Preise als das Volumen erhöhen. Mittelfristig und insbesondere in Anbetracht der erwarteten konjunkturellen Erholung sollte es aber in den Jahren 2022 und 2023 auch infolge höherer Gewinne verstärkt zu Investitionen kommen.

Abb. 1: Erzeuger- und Verbraucherpreise in der Euro-Zone, Veränderung in % zum Vorjahresmonat



Quelle: Eurostat

Aktuell liegt alle Hoffnung auf einem Abflachen der Preisschübe. Dies ist bei den Rohstoffen sicherlich zu erwarten, weil sie die Tendenz zu Übertreibungen haben und so durchaus auf Sicht sogar mit absoluten Preisrückgängen zu rechnen ist. Und sofern die Angebotsseite zumindest mittelfristig mit Kapazitätsausweitungen reagiert, kann in der Tat von einem temporären Inflationsdruck ausgegangen werden. Hierfür spielen aber Investitionen sowie die Verfügbarkeit von Arbeitskräften eine entscheidende Rolle. Für den Arbeitsmarkt mag sich die Mobilisierung des Produktionsfaktors Arbeit als schwierig herausstellen. In den USA ist die Anzahl der unbesetzten Stellen auf über 11 Mio. angestiegen. Auch scheinen zwei Jahre Corona und die Nutzung des

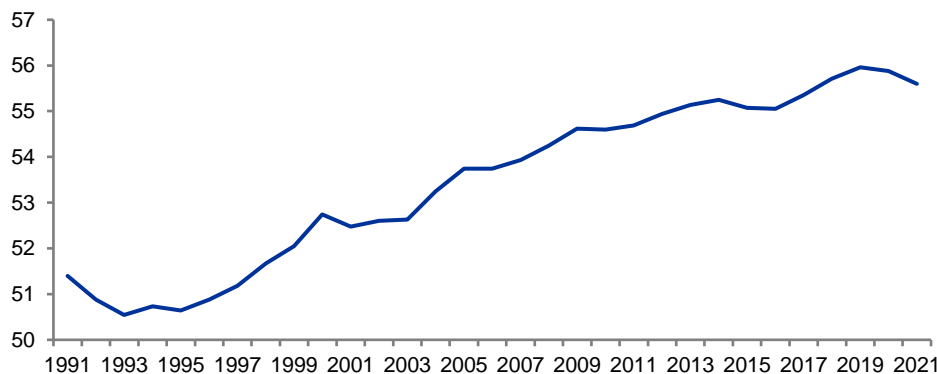
Homeoffice die Perspektive der Menschen dahingehend beeinflusst zu haben, dass Freizeit eine höhere Bedeutung bekommt. Und die anhaltende Unsicherheit mag eher für eine zurückhaltende Haltung bei Investitionen und damit eher für Preiserhöhungen als für eine Ausweitung des Angebots sorgen. **Erweist sich die Angebotsseite auch mittelfristig als eher träge, wäre eine grundsätzliche Anpassung der Nachfrage nötig bzw. die einzige Alternative, um den Inflationsdruck zu reduzieren.**

Hohe Inflation braucht Nachfragekorrektur

Es mag hohe reale Lohnanstiege benötigen, um Anreize für eine höhere Erwerbsquote sowie für ein Produktivitätswachstum sicherzustellen. Alternativ könnte eine schwache Konjunktur Löhne und Margen unter Druck setzen. Was wird also gebraucht? Hohe Lohnanstiege, um Anreize zu schaffen, die Angebotsseite durch mehr Arbeitskräfte und höhere Produktivität zu bewegen, oder niedrigere Löhne, um die Nachfrage durch niedrigeren privaten Konsum zu belasten? Es bräuchte eine sich eintrübende Konjunktur, um Druck auf Löhne und Margen aufzubauen. Höhere Löhne würden dagegen zu einem weiteren Nachfrageanstieg und damit Preisdruck führen. Dies gilt gerade angesichts der aktuell hohen Inflationsrate. Eine solche Entwicklung würde in der Tat zu einer Lohn-Preis-Spirale führen, gerade wenn die Investitionsbereitschaft überschaubar ist und das potenzielle Produktivitätswachstum strukturelle Schwachstellen aufweist (siehe auch [Zur Verlangsamung des Produktivitätswachstums \(bundesbank.de\)](#)).

Die Beziehung zwischen Erwerbsquote und realen Löhnen ist negativ – zumindest in Deutschland. Kausalitäten sind jedoch unklar. So könnte eine Zunahme der Erwerbsquote zu niedrigeren realen Löhnen führen, da mehr Arbeitskräfte auf den Markt drängen. Alternativ könnten steigende Reallöhne für eine geringere Erwerbsquote sorgen, da zum Beispiel in Familien die Notwendigkeit eines zweiten Gehalts wegfällt. Zu hoffen, höhere Löhne würden zu mehr Wachstum infolge eines spürbaren Anstieges des Produktionsfaktors Arbeit führen, ist angesichts der negativen Beziehung nur schwer nachvollziehbar. Höhere Löhne sind mit einer niedrigeren Erwerbquote verbunden und treiben angebots- wie nachfrageseitig die Inflation nach oben. Wie hat Corona die Situation verändert? In den Jahren 2020 und 2021 ist die deutsche Erwerbsquote leicht gesunken. So ist nicht nur ein Mangel an Fachkräften, sondern ein genereller Engpass bei Arbeitskräften zunehmend zu erkennen – wie auch in den USA. Die Lösung liegt jedoch nicht in steigenden Reallöhnen. Gerade im aktuellen Umfeld erhöhter Inflation würde dies eine Lohn-Preis-Spirale begünstigen.

Abb. 2: Erwerbsquote in Deutschland, in % der Bevölkerung



Quelle: Statistisches Bundesamt (Erwerbstätige plus Erwerbslose in % der Bevölkerung)

Häufig wird argumentiert, eine Notenbank kann wenig gegen Inflationsdruck aufgrund steigender Kosten ausrichten. Was kann die Notenbank gegen steigende Energiekosten tun, wird häufig in diesem Zusammenhang gefragt. Doch ein einmaliger Kostenimpuls bringt keine Inflation. Er würde höchstens zu einem einmaligen Preisanstieg führen. Sind also die seit dem Jahr 2021 zu erkennenden Preisanstiege einmalig oder der Beginn eines steigenden Inflationsdrucks? Diese Diskussion wird schon länger geführt und noch wird von Seiten der Notenbanken weitgehend argumentiert, der erhöhte Inflationsdruck sei temporär. Dennoch mussten auch die Inflationsprognosen für das Jahr 2022 fast durchgängig nach oben angepasst werden. **Hierbei wird auf die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale verwiesen. Doch diese ist nur in Kombination mit einer robusten, anhaltend starken Nachfrage möglich. Reicht die Nachfrage hingegen nicht aus, führen höhere**

Lohnkosten zu Margendruck und damit zu Korrekturen auf dem Arbeitsmarkt – und zu einer niedrigeren Inflationsrate.

Die Notenbank kann die Angebotsseite der Wirtschaft tatsächlich nur schwer beeinflussen – wenn überhaupt. Schließlich führen Zinssenkungen nicht direkt und spürbar zu steigenden Investitionen bzw. zu Kapazitätsausweitungen. Sie kann aber durchaus durch Zinsanhebungen die Nachfrage dämpfen. So kann eine Notenbank immer die Konjunktur bremsen, auch wenn sie die Nachfrage ohne Unterstützung der Fiskalpolitik nicht immer ausreichend stimulieren kann. Als die Inflationsrate in den USA im Jahr 1980 auf über 13 % gesprungen war, hob die Fed unter Paul Volcker ihre Zinsen auf bis zu 20 % an und trieb die Wirtschaft damit in die Rezession. Die Arbeitslosenquote stieg deshalb im Jahr 1982 auf über 10 % an. Die Inflationsrate sank dann jedoch im Jahr 1983 auf 3,2 %, was wiederum deutliche Zinssenkungen mit sich brachte.

Auch wenn die hohen Rohstoffpreise Ursache der aktuellen Inflationsdynamik sind, so kann die EZB dennoch die Inflation durch Zinsanhebungen bzw. ein Ausbremsen der Wirtschaft senken. Wie erfolgreich sie sein wird, dürfte allerdings zu einem bedeutenden Grad von der Fiskalpolitik abhängen. **Verfolgen die Länder aufgrund der steigenden Zinsen und trotz der hohen Schuldenquoten in der Euro-Zone keine Konsolidierung, mag die Nachfrage auf Zinsanhebungen nur begrenzt reagieren – vor allem, wenn die Regierungen womöglich durch eine Ausweitung der Fiskalpolitik sogar gegensteuern.** Dann wäre die EZB in der Tat in einem Dilemma, da sie zwischen Inflationsrisiken und Finanzstabilität abwägen müsste.

Inverse Zinskurve und andere Implikationen

Soll die Inflationsrate sinken, muss ein Anpassungsprozess in der Wirtschaft stattfinden. Bis dato lag die Hoffnung auf den Rohstoffmärkten und der Angebotsseite: die Preise sollten sich stabilisieren und die Angebotsseite dürfte dann durch höhere Investitionen ausgeweitet werden. Ist diese Einschätzung nicht mehr überzeugend, weil die Inflation sich verfestigt und so Erwartungen bzw. Löhne zunehmend beeinflusst, muss sich die Nachfrage anpassen, was dann Handlungsdruck bei der Notenbank erzeugt. Hieraus ergeben sich folgende Implikationen für die Märkte:

- **DAX würde unter Druck kommen.** Steigende Renditen sind kein Problem für den DAX, solange diese eine robuste Konjunkturentwicklung spiegeln. Zinsanhebungen der EZB zur Dämpfung der Nachfrage würden hingegen die Konjunktur belasten und Margendruck erzeugen. Alle Treiber der Gewinne wären negativ betroffen.
- **Deutsche Zinskurve könnte invers werden.** Zieht die Notenbank die Zügel an, wird auch das lange Zinsende anfänglich weiter steigen. Mit einer sich eintrübenden Konjunktur und sinkender Inflation wird sich jedoch die Zinskurve verflachen und kann invers werden, wenn die EZB übertreibt oder zu spät agiert. Die Märkte erkennen eine Übertreibung durch die EZB und erwarten eine baldige Zinssenkung bzw. eine sich deutlich eintrübende Konjunktur.
- **EUR-USD-Kurs: Der Euro könnte anfänglich aufwerten,** weil zinsseitig aktuell einiges mehr von der Fed als von der EZB erwartet wird. Ergeben sich jedoch infolge der Zinsanhebungen Risse im Konstrukt der Währungsunion aufgrund der abnehmenden Schuldentragfähigkeit einzelner Länder, wäre erneut mit einer Euro-Schwäche zu rechnen. **So liegt das Risiko darin, dass vorsichtige Zinsanhebungen die Nachfrage nicht ausreichend bremsen können. Die Folge wäre entweder eine höhere Inflation oder deutlich steigende Zinsen, was Druck auf die Fiskalpolitik vieler Euro-Länder erzeugen würde. Beides würde den Euro-Kurs schwächen.**

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

	27. Jan	Ende Q1 2022	Ende Q2 2022	Ende 2022
3M-Euribor	-0,55	-0,50	-0,47	-0,45
3M-USD-Libor	0,27	0,60	0,85	1,15
10-Jahre Bund	-0,05	-0,10	0,20	0,40
10-Jahre U.S. Treasury	1,84	1,75	1,80	1,85

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

	27. Jan	Ende Q1 2022	Ende Q2 2022	Ende 2022
EUR/USD	1,12	1,10	1,10	1,12
EUR/GBP	0,83	0,84	0,83	0,84
EUR/JPY	129	127	124	122
EUR/CHF	1,04	1,05	1,05	1,08
EUR/HUF	359	355	356	360
EUR/CZK	24,5	24,9	24,7	25,1
EUR/TRY	15,3	15,5	15,0	14,8
EUR/PLN	4,57	4,54	4,45	4,31
EUR/RUB	88,0	87,1	90,0	93,0
EUR/MXN	23,2	23,5	23,5	23,6
EUR/ZAR	17,1	17,6	18,0	19,0
EUR/CNY	7,12	7,10	7,11	7,12
EUR/CAD	1,42	1,43	1,43	1,42
EUR/AUD	1,58	1,57	1,57	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. Ralph Müller, Dr. Patrick Trutwein, Steffen Zeise