

Konjunktur- und Zinsperspektiven

März 2023

Deutsche Konjunktur: Stimmungsaufhellung wenig Informationsgehalt für den Konjunkturverlauf 2023? 2

Stimmungsverbesserung immer noch durch Stimmungstief im Herbst beeinflusst • Aufhellung beruht nicht auf grundsätzlich besseren Konjunkturausblick • Perspektiven für das zweite Halbjahr haben sich eher eingetrübt • Restriktive Geldpolitik wird Wirtschaft abschwächen

EZB-Politik: weiter konsequentes Handeln erforderlich 4

Schnelle Wende hin zur restriktiven Geldpolitik wirkt – allerdings mit Nebenwirkung für den Bankensektor • Aktuelle Volatilität ist kein Grund, Zinsstraffung zu verlangsamen • Inflationsbekämpfung erfordert höhere Zinsen • Wenn Notenbank nicht konsequent bleibt, drohen noch höhere Zinsen und womöglich mehr Probleme bei Banken

Inflation, Lohnentwicklung und Konjunktur: Was kann die Geldpolitik tun? 7

Direkter Einfluss von Notenbanken auf Preisschocks ist begrenzt • Höhere Teuerungsraten zuzulassen, ist keine Lösung • Empirie zeigt, Zinserhöhungen bringen die Wirtschaft wieder ins Gleichgewicht – allerdings zu Lasten der Konjunktur • Inflationsdruck wird zu tendenziell höheren Notenbankzinsen führen

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

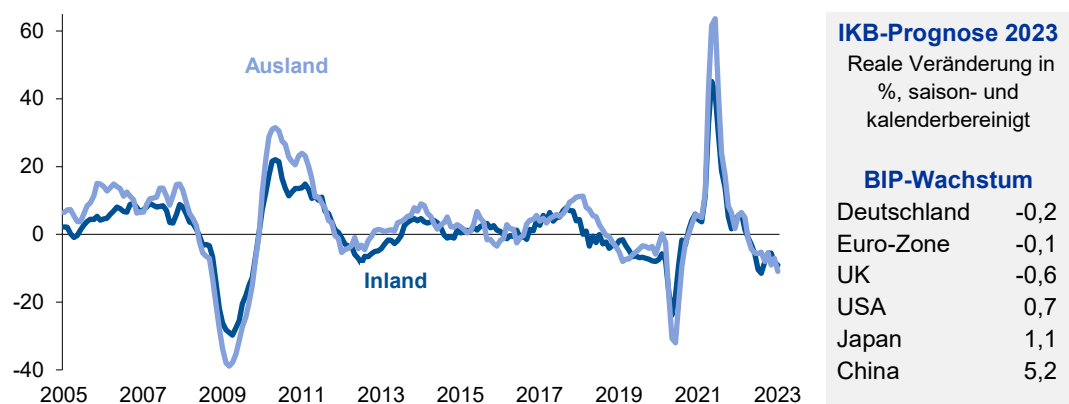
Carolin.Vogt@ikb.de

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 %)

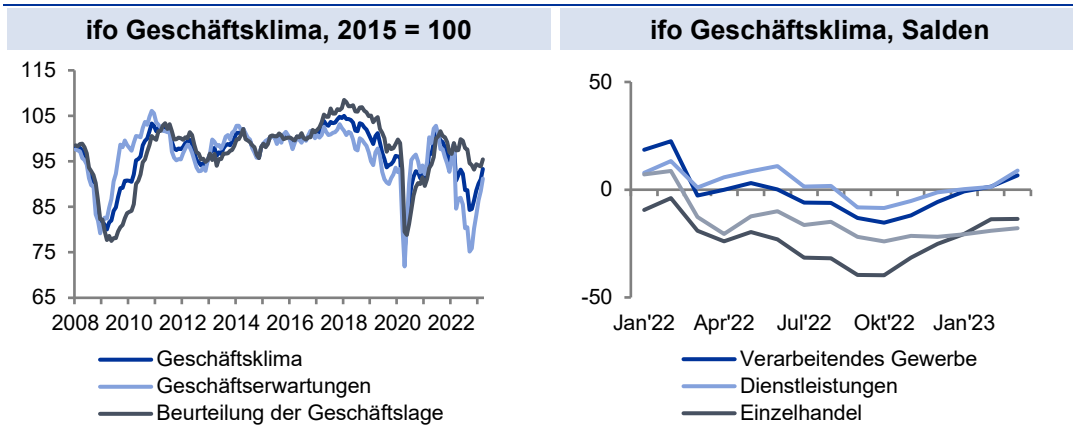
Deutsche Konjunktur: Stimmungsaufhellung bietet wenig Informationsgehalt für den Konjunkturverlauf 2023

Beim Konjunkturausblick bleiben aktuell viele Fragen offen. Zwar wird häufig von einer leichten Aufhellung ausgegangen, denn die Stimmungsindikatoren der letzten Monate haben sich etwas verbessert, und die Prognosen für 2023 wurden leicht nach oben angepasst. Auch die Industrieproduktion konnte im Januar für bessere Stimmung sorgen. Doch das Gesamtbild ist um einiges komplexer. Strukturelle Herausforderungen wie hohe Energiekosten, noch bestehende Lieferengpässe in einigen Branchen und ein konjunktureller Verlauf, der sich infolge der geldpolitischen Straffung mehr und mehr eintrüben wird, führen aktuell noch zu einer heterogenen Branchenentwicklung. So lag das Produktionsniveau der Chemieindustrie im Januar fast 20 % unter dem Niveau von Januar 2022, während die Automobilindustrie ein Plus von fast 7 % aufweist.

Es ist allerdings davon auszugehen, dass sich der Einfluss der geldpolitischen Straffung zunehmend auf alle Branchen auswirken wird, wenn auch unterschiedlich stark. Die Geldpolitik sollte zu einem bzw. dem bestimmenden Einflussfaktor werden, der über alle Sektoren der Wirtschaft für eine Abkühlung sorgen wird. Dies mag noch nicht im ersten oder zweiten Quartal ersichtlich sein, die Abkühlung wird sich aber spätestens im weiteren Verlauf des Jahres 2023 zeigen. Nach dem BIP-Rückgang von 0,4 % im Abschlussquartal 2022 wird vielleicht eine technische Rezession im ersten Quartal ausbleiben; die höheren EZB-Zinsen sollten dennoch die Konjunktur belasten, womöglich auch im Jahr 2024.

Das ifo Geschäftsklima bildet einen guten Frühindikator für den BIP-Verlauf im kommenden Quartal ab. Dennoch ist Vorsicht geboten, auf Grundlage dieses Indikators von einem besseren Konjunkturbild für das gesamte Jahr 2023 auszugehen. Denn es sind eher das Abklingen der Energiekrise als der Glaube an einer weniger effektiven geldpolitischen Straffung, die sich im aktuellen Stimmungsbild des ifo Index spiegelt. So hat sich das ifo Geschäftsklima im März erneut verbessert, dabei wurden sowohl die Lage und der Ausblick besser beurteilt. Eine Einschätzung der Unternehmen, die zur aktuellen kurzfristigen Prognoseentwicklung passt. In den kommenden Monaten sollte sich die Konvergenz der Teilindizes fortsetzen: Die aktuelle Lage dürfte sich zunehmend eintrüben, während die Geschäftserwartungen mehr und mehr auf die Realität der höheren Zinsen reagieren. Insgesamt ist davon auszugehen, dass das ifo Geschäftsklima in den kommenden Monaten unter Druck kommen wird und damit für erneute Prognoserevisionen sorgen wird.

Deutschland: Stimmung der Unternehmen



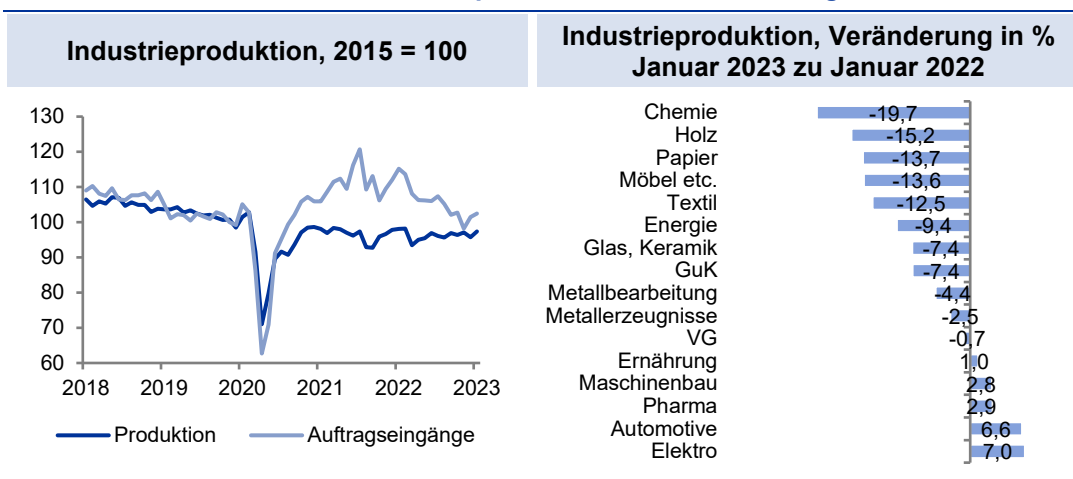
Quelle: FERI (ifo)

Doch wie aussagekräftig ist das Ifo Geschäftsklima eigentlich? Empirische Analysen zeigen, dass es von allen Frühindikatoren, der mit der höchsten Aussagekraft ist – auch wenn sich diese nur auf die BIP-Entwicklung des kommenden Quartals bezieht. Allerdings hat sich die Signifikanz des Ifo Index als Erklärungsvariable für das zukünftige BIP-Wachstum in den letzten Jahren reduziert. Grund mögen die sich anhäufenden exogenen Schocks sein, die die deutsche Konjunktur beeinflusst haben. So ist es immer weniger der Konjunkturzyklus und damit die Stimmung der Unternehmen, die zukünftiges Wirtschaftswachstum bestimmen. Vielmehr sind es unvorhersehbare Entwicklungen, die das Wachstum sowie die Stimmung einbrechen lassen. Mit steigenden Zinsen und der Erwartung einer klassischen Abkühlung der Wirtschaft ist deshalb auch von einem stagnierenden oder sogar rückläufigen Ifo Index auszugehen.

Erste Auswirkungen der Zinspolitik sind bereits in zinsensitiven Branchen zu erkennen. In den kommenden Monaten sollte allerdings der Zinsanstieg einen höheren Gleichlauf beim Ifo Geschäftsklima einzelner Branchen sicherstellen.

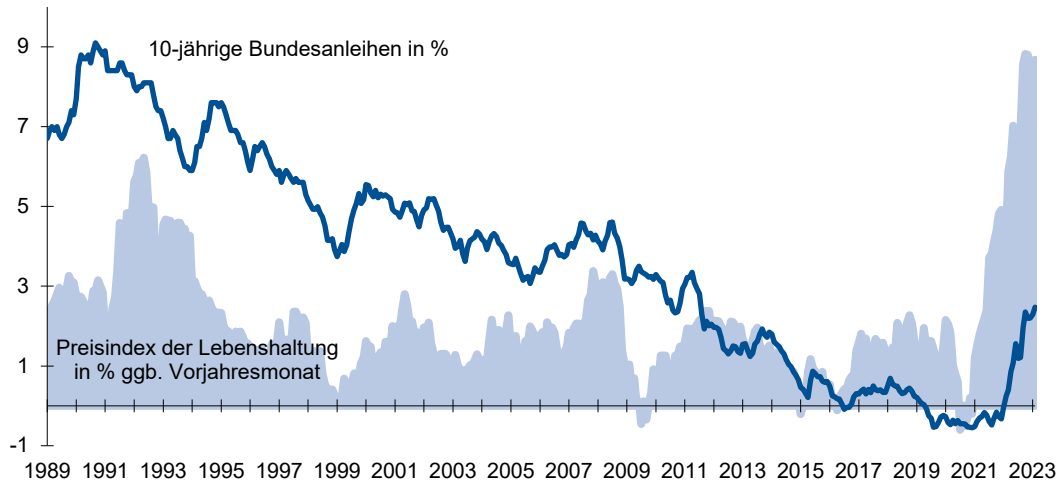
Die IKB erwartet für Deutschland einen leichten BIP-Rückgang im laufenden Jahr. Das Abwärtsrisiko für 2024 hat sich allerdings aufgrund der restriktiven Geldpolitik erhöht, denn die erwartete Konjunkturerholung ab Sommer dieses Jahres erscheint zunehmend fraglich – insbesondere, wenn der Inflationsdruck nachlassen soll. Aktuelle Aufwärtsrevisionen der BIP-Prognosen beruhen vor allem auf einem besseren Verlauf des ersten Quartals 2023 und nicht auf einem grundsätzlich günstigeren Ausblick.

Deutschland: Industrieproduktion im Vorkrisenvergleich



Quelle: FERI (ifo); Statistisches Bundesamt

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank

EZB-Politik: weiter konsequentes Handeln erforderlich

Geldpolitik kann destabilisierend wirken, wenn nach Jahren niedriger Zinsen eine geldpolitische Wende notwendig ist. Denn um dann eine eskalierende Inflation in den Griff zu bekommen, können drastische Zinsanhebungen nötig sein. Die Folgen solch einer Entwicklung zeigen sich gerade in einem höheren systematischen Risiko des Bankensektors; eine Situation, die eher mit jener in den USA Anfang der 80er Jahre zu vergleichen ist als mit der Finanzkrise.

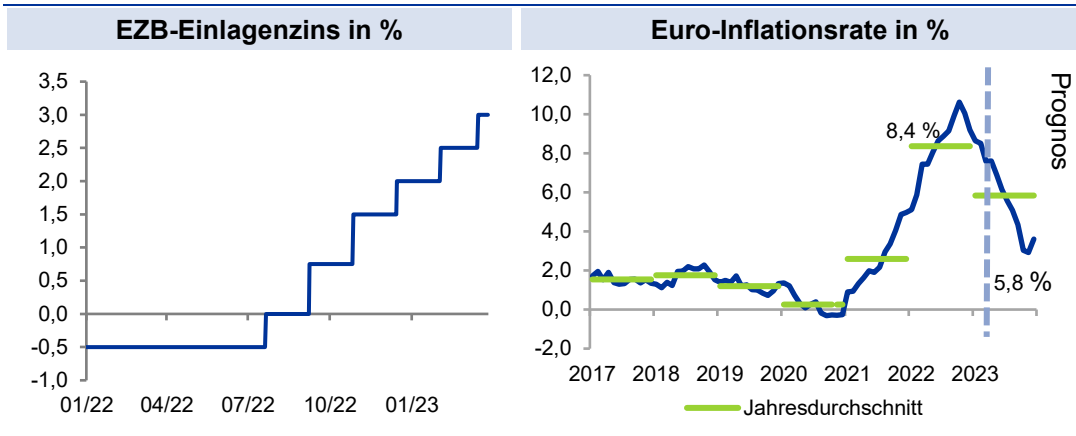
Die aktuelle Volatilität ist jedoch kein Grund, Zinsstraffungen zu verlangsamen, auch wenn die Finanzmärkte wieder einmal auf die Notenbanken schauen. Entscheidend ist, die Inflationsdynamik zu brechen, um mittelfristig den Raum für beständige reale Zinsen bzw. eine stabilisierende Geldpolitik sicherzustellen. Auch wenn sich das Prognoserisiko sicherlich erhöht hat, ist dennoch davon auszugehen, dass die EZB mit ihrer Zinsstraffung noch nicht am Ende ist. Die IKB erwartet Mitte 2023 einen Einlagenzins zwischen 3,5 und 4 %.

Turbulenzen im Bankensektor – Folge einer disruptiven Geldpolitik

Sorgen vor einer erneuten Bankenkrise scheinen sich aktuell zu festigen, nachdem Banken in den USA und Europa im Schiefelage geraten sind. Finanzinvestoren suchen deshalb einmal mehr einen sicheren Hafen und blicken auf die Notenbanken. Die Erwartung ist vielfach, dass Notenbanken bei ihrer Zinsstraffung einen Gang zurückschalten, um das Bankensystem zu stützen bzw. nicht noch mehr zu belasten.

Auf der anderen Seite erfordert die hohe Inflation eine weitere Straffung der Geldpolitik. Wenn die Notenbank bei der Inflationsbekämpfung nicht konsequent bleibt, sind später noch höhere Zinsen notwendig, und die Probleme der Banken werden sich infolge steigender Zinsen noch verschlimmern. Allerdings könnte auch eine Bankenkrise die Konjunktur derart belasten, dass die Notenbankpolitik Rückenwind im Inflationenkampf erhält. Rohstoffpreise sind bereits unter Druck geraten, da sich die globale Konjunktur eintrübt. Dies mag allerdings nur von kurzer Dauer sein, vor allem wenn sich das Finanzsystem als robust erweist, und wenn Notenbanken, wie im aktuellen Fall in der Schweiz, schnell Lösungen finden. Doch auch wenn die Realwirtschaft in Mitleidenschaft gezogen wird, ist das nicht unbedingt Grund genug, den anvisierten Pfad der geldpolitischen Straffung zu verlassen. Denn die Fiskalpolitik wird weiterhin versuchen durch höhere Staatsausgaben die konjunkturellen Folgen für die Realwirtschaft abzumildern, was der Geldpolitik entgegenwirkt.

Euro-Zone: EZB-Einlagenzins und Inflationsrate

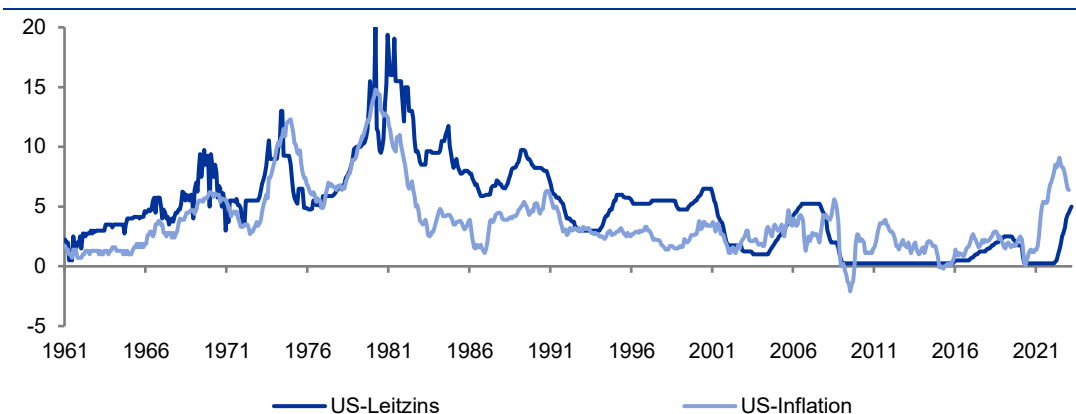


Quellen: Bloomberg; Eurostat; IKB-Prognose

Ohne Zweifel hat das systematische Risiko im Bankensektor der USA sowie der Euro-Zone zugenommen. Denn mit steigenden Zinsen verlieren insbesondere Portfolien mit langläufigen Anleihen an Wert. Dies gilt selbst für Notenbanken. So meldete die Bundesbank jüngst Verluste infolge zunehmender Bewertungsabschreibungen auf deutsche Staatsanleihen, die sie aufgrund verschiedener Ankaufprogramme aufgebaut hatte. Nach Jahren einer stabilen und außerordentlich expansiven Geldpolitik ist es die drastische Zinswende, die nun einige Finanzinstitute auf dem falschen Fuß erwischen könnte. So hat die Fed in nur einem Jahr ihren Leitzins von 0 auf fast 5 % angehoben, ein deutlicherer Anstieg als im Vorfeld der Finanzkrise. Dieses kräftige Umlenken ist die Folge der überraschenden Inflationsentwicklung, aber auch eines anfänglich zögerlichen Verhaltens der Notenbanken. Dies gilt vor allem für die EZB. Da ein zögerliches Verhalten womöglich zu noch höheren Zinsen in der Zukunft führen kann und es effektivere Mechanismen zur Bankenstützung gibt, bleibt trotz der jüngsten Bankturbulenzen kein Raum für die EZB, bereits jetzt die Zinserhöhungen zu verringern.

Ein Vergleich mit der Bankenkrise 2008/09 ist unangebracht. Damals hatten die Portfolien, die durch Derivatestrukturen um ein Vielfaches aufgebläht wurden, reale Verluste generiert und für hohe Unsicherheit gesorgt, da nicht klar war, wer und in welchem Maße von toxischen Assets betroffen war. Die aktuelle Situation ist eher mit jener Anfang der 80er Jahre zu vergleichen oder mit Phasen, als nach Jahren einer expansiven Geldpolitik eine drastische Neuausrichtung notwendig war. Eine extreme geldpolitische Veränderung, insbesondere eine Straffung, bringt disruptive Folgen für Finanzmärkte sowie für die Realwirtschaft mit sich.

USA: Fed Funds Rate und Inflationsrate, in %



Quelle: FERI (Eurostat)

Anfang der 80er Jahre hatte die Fed angesichts einer eskalierenden Inflation und einer über Jahre lockeren Geldpolitik die Zinsen drastisch angehoben. Dies senkte zwar die US-Inflation deutlich. Allerdings wertete der US-Dollar infolge der hohen US-Zinsen deutlich auf und leitete damit die südamerikanische Schuldenkrise ein. Die hohen Zinsen – auch wenn sie relativ schnell wieder gesenkt wurden – hatten zudem zur amerikanischen Sparkassenkrise „Saving and loan crisis“ geführt. Aufgrund der steigenden Zinsen ergab sich eine Diskrepanz bei US-Finanzinstituten, die langläufige Immobilienkredite vergaben und sich durch Einlagen kurzfristig finanzierten, deren Zinssatz vom Fed-Zinssatz abhängt. In Folge wurden zwischen Mitte der 80er und 90 Jahre rund 1000 solcher Institute abgewickelt. Die Kosten für den US-Steuerzahler wurden auf rund 130 Mrd. USD geschätzt.

Aktuell sind das Problem nicht faule Kredite oder Portfolien, die in Bankbilanzen schlummern und einen systematischen Vertrauenseinbruch verursachen können, sondern die disruptiven Folgen einer drastischen geldpolitischen Wende. Während die Notenbank in der Finanzkrise durch Zinssenkungen eine stabilisierende Rolle einnehmen konnte, bereitet sie den Finanzinstituten aktuell eher in Probleme. Eine wichtige Stütze während der Finanzkrise war vor allem das „billige Geld“ der Notenbanken. Dies kann bei der aktuellen Inflationsentwicklung nicht wiederholt werden.

Was heißt dies nun für die Geldpolitik?

Grundsätzlich haben die Notenbanken das Problem, dass die Inflation vor allem in Europa weitere Zinsanhebungen erfordert, die disruptiven Effekte dadurch aber verstärkt werden, was wiederum das Finanzsystem und damit auch die Konjunktur belasten könnte. Allerdings steht die EZB mit dem Rücken zur Wand. Ihre Haltung „zu niedrige Zinsen für zu lange“ zwingt sie nun zur schnellen Korrektur des Zinsniveaus. Damit das lange Ende der Zinskurve aufgrund steigender Inflationsprämien nicht deutlich ansteigt bzw. damit die Zinskurve sehr steil wird, ist dieses Handeln notwendig und sinnvoll. Die EZB muss sicherstellen, dass Inflationserwartungen fest verankert sind – gerade, wenn es darum geht, die Schulden Tragfähigkeit der Euro-Staaten zu stützen. Diese brauchen höhere und nicht niedrigere Zinsen am kurzen Ende, damit sich am langen Ende der Zinskurve niedrige reale Renditen ergeben. Erst mit einem klaren Abklingen des deutlich unterschätzten Inflationsdrucks ergibt sich Raum für eine Gegenbewegung bei den europäischen Zinsen. Dies mag allerdings erst im Verlauf von 2024 der Fall sein.

Das Risiko für das Finanzsystem hat zugenommen. So besteht wieder einmal die Gefahr, dass die Notenbankpolitik, die eigentlich ein Anker der Stabilität sein soll, zu einem destabilisierenden Faktor wird. Doch Notenbanken dürfen nicht deshalb das Handtuch werfen und den Fokus der Zinspolitik erneut auf das Finanzsystem legen. Vielmehr muss die Inflationsdynamik noch im Fokus stehen, vor allem angesichts des aktuellen Zinsniveaus in der Euro-Zone. Wenn nötig, müssen andere Rettungsmaßnahmen als das Zinsinstrument müssen im Vordergrund stehen. Nicht die Renditen des Finanzsystems gilt es zu schützen, sondern die systematischen Risiken zu adressieren. Dies könnte sogar die Resilienz des Finanzsystems perspektivisch stärken. Denn der seit rund 40 Jahren bestehende Glaube, die Notenbanken werden den Finanzmärkten zur Hilfe eilen, wann immer es nötig ist, gilt nur noch eingeschränkt, auch wenn kurzfristig sicherlich die Volatilität zulegen dürfte. Aus dieser Sicht sind sowohl der jüngste Zinsschritt von 50 bp wie auch weitere Zinsanhebungen in den kommenden Monaten zu begrüßen. Die konjunkturelle Eintrübung in Kombination mit einer Notenbank, die aktuell nicht lockerlässt, stärkt die Erwartung einer sinkenden Inflation sowie erster Zinssenkungen im Jahr 2024.

Inflation, Lohnentwicklung und Konjunktur – was kann die Geldpolitik tun?

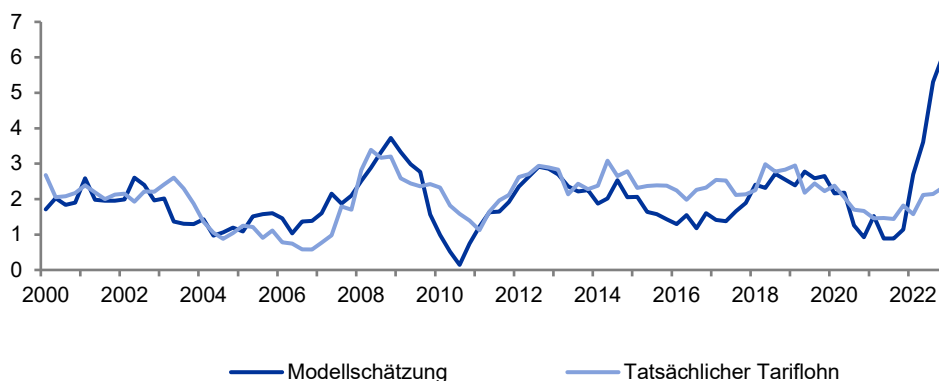
Fazit: Die direkte Einflussnahme von Notenbanken auf Preisschocks ist begrenzt. Sie können weder die Rohstoffpreise noch die Lohnentwicklung direkt bestimmen. Eine höhere Inflation in Kauf zu nehmen, um deutliche Zinsanstiege zu verhindern, ist dennoch verkehrt. Denn am Ende ist es das Geldmengenwachstum, das die Inflationsdynamik vorantreibt; und die Notenbank kann es entscheidend beeinflussen, insbesondere verringern.

Empirische Ergebnisse sind eindeutig: Steigende Zinsen bringen die Wirtschaft wieder ins Gleichgewicht. Allerdings geht dies mit einer sinkenden Binnennachfrage einher. Deshalb wird sich die Konjunktur infolge der bereits getätigten geldpolitischen Straffung spürbar eintrüben. Und gerade dies ist im aktuellen Kontext eskalierender Lohnforderungen notwendig, damit die aus den ursprünglichen Preisanstiegen generierten Verteilungskämpfe nicht in weiteren und stärkeren Inflationseffekten ausarten.

Lohnentwicklung birgt Inflationsrisiko, ...

Was sind die Folgen der geldpolitischen Straffung für die Wirtschaft, und wird der Inflationsdruck dadurch gedämpft werden? Erste Effekte der restriktiven Geldpolitik sind bereits erkennbar, vor allem in zinssensitiven Sektoren wie dem Bau- und Immobiliensektor. Dort lässt die Kreditvergabe bzw. -nachfrage deutlich nach. Häuserpreise sinken und werden Vermögen und den Bausektor belasten. Zwar mögen die Finanzierungskosten nach Jahren niedriger Zinsen und aufgrund vielfach langläufiger Zinsbindungen im historischen Vergleich weiter niedrig ausfallen. Entscheidend ist jedoch nicht der historische Vergleich, sondern was aktuell passiert. Tatsächlich haben sich die Finanzierungskosten in den letzten Monaten deutlich erhöht. Aktuelle Zinsentwicklungen und nicht der historisch niedrige Wert bestimmen Preise. Deshalb ist weiterhin von Druck auf Immobilienpreise und Bautätigkeit auszugehen.

Deutschland: Tariflohnveränderung, in % zum Vorjahresquartal¹



Quelle: Statistisches Bundesamt; IKB-Modellschätzung

Auch an den Aktienmärkten wird zunehmend davon ausgegangen, dass eine durch die Geldpolitik initiierte Rezession kommen wird. Grundsätzlich weiten sich die Risikoprämien aus, insbesondere bei Banken. Die konjunkturelle Abkühlung ist notwendig, um den Inflationsdruck in den Griff zu bekommen. Nun mögen sinkende Importpreise aufgrund geringerer Rohstoffpreise für deflationäre Impulse sorgen. Und auch die Entspannung bei den

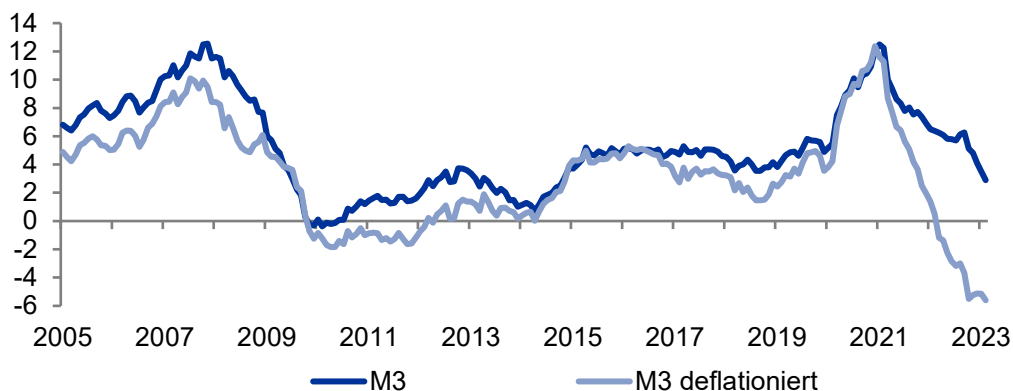
Lieferengpässen deutet auf eine Angebotsentlastung hin. All dies mag den notwendigen Anpassungsprozess auf der Nachfrageseite der Wirtschaft reduzieren. Allerdings gibt es weiterhin das Risiko von Zweitrundeneffekten, insbesondere bei der Lohnentwicklung. Das Potenzial für kräftige Lohnsteigerungen ist aufgrund der hohen Inflation in den letzten zwei Jahren gigantisch. Gemäß dem IKB-Modell besteht aktuell eine deutliche Diskrepanz zwischen tatsächlichem und fundamental zu erwartendem Tariflohniveau. Dies signalisiert einen Lohnkonflikt bzw. anhaltenden Lohndruck; beides zeichnet sich aktuell klar ab. Und da die Inflationsrate bereits das dritte Jahr in Folge hoch ausfällt, werden kräftige Lohnforderungen im Jahr 2023 sowie auch 2024 andauern. Denn der reale Einkommensverlust ist zu dominant, als dass ein Inflationsrückgang allein ausreichen würde, den Lohndruck zu mildern.

... doch der Geldmengenverlauf signalisiert bereits effektive Straffung

Damit der Inflationsdruck spürbar abnimmt, ist eine Rezession notwendig. Und diese wird kommen, da die geldpolitische Straffung, die voraussichtlich noch nicht beendet ist, ihre Folgen im Verlauf dieses Jahres zunehmend zeigen wird. Dazu gehören sinkende Nachfrage, Margendruck und steigende Insolvenzen. All dies ist nichts Neues. Doch es ist wichtig zu betonen, dass eine Rezession notwendig ist. Nur dadurch können Zweitrundeneffekte wie zu hohe Lohnforderungen vermieden werden. Die entscheidende Frage ist deshalb, wie hoch die Zinsen noch steigen müssen, um die Wirtschaft ausreichend abzuschwächen. Dies wird maßgeblich von der fiskalpolitischen Ausrichtung abhängen, welche die geldpolitische Straffung verwässern kann. Kräftige Rentenerhöhungen wären eine Maßnahme, mit der die Fiskalpolitik der Geldpolitik einen Strich durch die Rechnung machen könnte.

Angesichts des hiesigen Fachkräftemangels mag der Lohndruck weniger von der aktuellen Nachfrage bzw. von den Zinsen bestimmt sein. Schließlich brauchen Unternehmen Fachkräfte für ihr Geschäftsmodell, und sie können diese nicht einfach ziehen lassen – selbst bei hohen Lohnforderungen. Doch dies ist zweitrangig. Steigende Zinsen verhindern, dass potenzielle Preisschocks zu Inflation führen. Denn gibt es kein billiges Geld, können Preis- oder Lohnanstiege nicht finanziert werden. Es sind die Verteilungseffekte, die dann zum Tragen kommen. So könnten Margen spürbar mehr unter Druck kommen als im Falle eines Fachkräfteüberschusses. Dies mag sich im weiteren Verlauf negativ auf Investitionen auswirken, was wiederum die Nachfrage nach Fachkräften strukturell beeinflussen wird. Eines scheint klar: Fachkräftemangel, eine alternde Bevölkerung und die Kosten der Klimapolitik deuten auf einen zukünftig höheren Gleichgewichtszinssatz in der Wirtschaft hin.

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



Quelle: FERI (EZB)

Doch wird die geldpolitische Straffung zu einer nachhaltig niedrigeren Inflation führen? Ohne Zweifel kann die Notenbank Rohstoffpreisanstiege und Angebotsschocks nicht abwehren, ebenso wenig wie sie strukturelle Entwicklungen wie eine alternde Bevölkerung und den Klimawandel beeinflussen kann. Sie kann also nicht verhindern, dass Angebots- und Nachfrageschocks die Wirtschaft beeinflussen. Notenbanken können aber unterbinden, dass diese Impulse oder Schocks zu einer Inflation führen. Denn Preisschocks können nur dann zu Inflation führen, wenn die Möglichkeit einer anhaltenden Finanzierung gegeben ist. Hierzu muss die Geldmenge ausreichend ansteigen. Und gerade dies kann die Notenbank verhindern. Schließlich hat sie das Monopol der Geldschöpfung, bzw. sie bestimmt den Preis des Geldes. Und höhere Zinsen werden, wie bereits erkennbar, die Kreditvergabe dämpfen und so verhindern, dass eine Inflationsspirale finanziert wird.

Kein Zweifel: Geldpolitik muss Realwirtschaft belasten und dadurch Inflation lindern.

Oftmals wird darauf verwiesen, dass Zinsen doch eher ein grobes Instrument sind und wenig direkten Einfluss auf die Inflation haben, bzw. starke Nebenwirkungen. Eng damit verbunden ist das Argument, eine etwas höhere Inflation sei nicht so schlecht, wenn es darum gehe, drastische Zinsanstiege zu verhindern (siehe [IKB-Kapitalmarkt-News 1. März 2023](#)

Einer Notenbank fällt es allerdings schwer, die Wirtschaft anzukurbeln. Schließlich kann sie niemanden zwingen, Kredite aufzunehmen. Hier spielt die Fiskalpolitik sicherlich eine entscheidendere Rolle. Eine Notenbank kann aber eine Wirtschaft durch Zinserhöhungen immer abkühlen, so wie es auch aktuell mehr und mehr ersichtlich wird.

Zinsen beeinflussen stärker die Nachfrage als die Angebotsseite, die eher von strukturellen Faktoren bestimmt wird. Eine straffere Geldpolitik bringt also die Wirtschaft wieder ins Gleichgewicht. Deshalb wird eine geldpolitische Straffung auch immer zu einer niedrigeren Inflation führen.

Doch lässt sich dies empirisch belegen? Die Literatur ist sich einig: Sorgt die Notenbank am kurzen Ende für steigende Zinsen, wirkt sich dies negativ auf Konjunktur und Inflation aus. In welchem Ausmaß, das ist von Annahmen und Modellspezifikationen abhängig. Deshalb benutzt die EZB auch mehrere Modelle (siehe [The euro area hiking cycle: an interim assessment \(europa.eu\)](#)). Ein Anstieg der Zinsen um einen Prozentpunkt führt in ihren Modellen im Schnitt zu einer Reduktion der Inflationsrate von bis zu 0,3 Prozentpunkten. In manchen Modellen kommt der Effekt früher, in anderen später. So ist das Timing und Ausmaß des monetären Transmissionsmechanismus durchaus mit Unsicherheit behaftet. Keine Zweifel bestehen hingegen, dass der Transmissionsmechanismus funktioniert, er einen negativen Einfluss auf das BIP-Wachstum hat und dieser womöglich größer ausfällt als der auf die Inflation. Also: Der prozentuale Rückgang des BIP-Wachstums infolge steigender Zinsen ist größer als der für die Inflation – zumindest laut der EZB-Modelle.

Die Ergebnisse untermauern die Notwendigkeit einer spürbaren konjunkturellen Eintrübung, um die Inflation in den Griff zu bekommen. Nichts führt daran vorbei: Die Konjunktur muss sich deutlich abkühlen bzw. darf sich im Jahr 2023 nicht erholen, damit eine Abschwächung der Inflationsdynamik sichergestellt wird. Die Frage ist nur, bei welchem Zinssatz dieses Ziel erreicht wird, also inwieweit Fiskalpolitik und Bankenstress der Geldpolitik Gegen- oder Rückenwind geben. Modellergebnisse der EZB deuten darauf hin, dass die bis dato vollzogene geldpolitische Straffung von 350 bp einen nennenswerten Einfluss auf Inflation und vor allem BIP-Wachstum haben sollte. Damit dürfte die große Zinskorrektur voraussichtlich bereits vollzogen sein. Dies gilt vor allem dann, wenn globale Angebotsprobleme wie Lieferengpässe und hohe Rohstoffpreise weiter nachlassen.

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr¹⁾

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

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr²⁾

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

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen in %³⁾

	30. Mrz	Mitte 2023	Ende 2023
3M-Euribor	3,02	3,8	3,8
3M-USD-Libor	5,16	5,3	5,1
10-Jahre Bund	2,27	2,6	2,4
10-Jahre U.S. Treasury	3,55	3,6	3,3

Tabelle 4: Währungen, 1 Euro = ...⁴⁾

	30. Mrz	Ende 2023	Ende 2024
EUR/USD	1,08	1,15	1,23
EUR/GBP	0,88	0,91	0,93
EUR/JPY	144	139	145
EUR/CHF	0,99	1,03	1,08
EUR/HUF	381	400	422
EUR/CZK	23,6	24,4	24,7
EUR/TRY	20,8	20,5	22,0
EUR/PLN	4,69	4,62	4,72
EUR/RUB	83,6	84,0	90,0
EUR/MXN	19,6	21,8	23,8
EUR/ZAR	19,6	19,2	19,7
EUR/CNY	7,46	7,40	7,60
EUR/CAD	1,47	1,40	1,45
EUR/AUD	1,62	1,57	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

März 23	
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