

# Barometer

## Konjunktur- und Zinsperspektiven

### Volkswirtschaft und Research IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Klaus Bauknecht  
Chefvolkswirt  
+49 211 8221 4118  
[Klausdieter.Bauknecht@ikb.de](mailto:Klausdieter.Bauknecht@ikb.de)

Dr. Carolin Vogt  
+49 211 8221 4492  
[Carolin.Vogt@ikb.de](mailto:Carolin.Vogt@ikb.de)

Eugenia Wiebe  
+49 211 8221 3174  
[Eugenia.Wiebe@ikb.de](mailto:Eugenia.Wiebe@ikb.de)

### Deutsche Konjunktur: Struktureller und konjunktureller Gegenwind belasten Ausblick für Industrie 2

Deutsche Wirtschaft überrascht mit Wachstum im dritten Quartal • Strukturelle und konjunkturelle Herausforderungen nehmen zu • China erneuter Anker der Weltkonjunktur • Angebotsengpässe und vor allem Nachfrageschwäche belasten 2023

### EZB-Geldpolitik: Fiskalpolitik erhöht neutralen Zinssatz, doch die reale Geldmenge realisiert bereits eine geld- politische Straffung 4

EZB holt auf • Geldpolitik zeigt Wirkung, reale Geldmenge sinkt • Kredite für Wohnungsbau und Unternehmensinvestitionen lassen bereits nach • Unsicherheitsfaktor bleibt Fiskalpolitik • Expansive Fiskalpolitik verwässert Effektivität der Geldpolitik, zwingt EZB zu höheren-Zinsen

### Verarbeitendes Gewerbe: Produktionsrückgänge unausweichlich 6

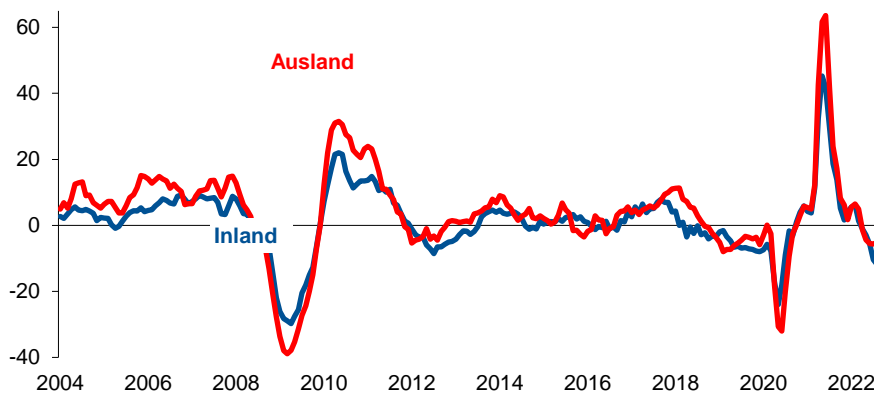
Auftragspolster stützt noch • Nachlassende Auftragseingänge signalisieren Nachfrageschwäche • Weitergabe der hohen Kosten gelingt immer seltener • Gewinnmargen geraten zunehmend unter Druck • Produktionsrückgang und höhere Insolvenzen

### Lohnanstiege und Gewinne: Verteilungskämpfe vorprogrammiert 10

Der volkswirtschaftliche Kuchen schrumpft • Hohe Lohnabschlüsse belasten Unternehmensgewinne • Unternehmen vermeiden Entlassungen aufgrund des Fachkräftemangels • Ausweitung der Kurzarbeit wäre eine Option und belastet Realeinkommen der Arbeitnehmer

## Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



**IKB-Prognose 2023**  
 Reale Veränderung in %,  
 saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

Deutschland	-0,1
Euro-Zone	0,5
UK	0,3
USA	0,6
Japan	1,5
China	5,0

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

### Deutsche Konjunktur: Struktureller und konjunktureller Gegenwind ...

Die deutsche Wirtschaft konnte im dritten Quartal trotz der Energiekrise und steigender Inflation überraschend zulegen. Im Vergleich zum Vorquartal ist sie um 0,3 % gewachsen. Dabei wurde die Dynamik vor allem vom privaten Konsum getragen. Die hohen Energiepreise, die kräftige Teuerung, steigende Zinsen sowie die Abschwächung der Weltwirtschaft werden aber den Standort Deutschland zunehmend belasten.

#### Konjunktureller und struktureller Gegenwind

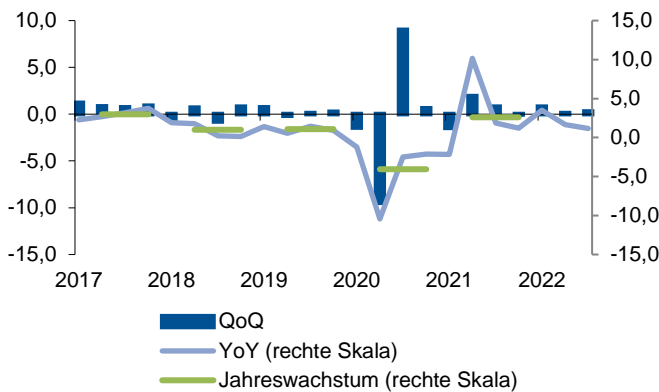
Für deutsche Unternehmen ergibt sich daraus eine sinkende Nachfrage bei weiterhin hohem Kostendruck. Auch wenn die Preissteigerungen für konjunktursensitive Rohstoffe sowie für Nahrungsmittel bereits spürbar nachgelassen haben, ergeben sich vor allem aufgrund der Probleme bei der Gasversorgung nachhaltig höhere Energiekosten. Kurzfristig versucht die Bundesregierung Privathaushalte und Unternehmen mit verschiedenen Entlastungspaketen unter die Arme zu greifen. Dennoch werden die Energie- bzw. Gaskosten am Industriestandort Deutschland nachhaltig höher liegen als vor dem Krieg in der Ukraine. Auch wird es im Jahr 2023 infolge der hohen Inflation zu spürbarem Lohndruck kommen. All dies belastet die aktuelle und zukünftige Margenentwicklung der Unternehmen, was wiederum die Stimmung und damit auch die Bereitschaft dämpft, am Standort Deutschland zu investieren.

Noch verfügen gerade im Verarbeitenden Gewerbe viele Unternehmen über ein dickes Auftragspolster. Ob dieses Polster die Unternehmen durch die Rezession tragen wird, ist jedoch weniger eindeutig. Dies gilt vor allem auch deshalb, weil Überbrückungsmaßnahmen im aktuellen Umfeld nicht ausreichen. Schließlich ist die Rezession nicht auf kurzfristige Faktoren zurückzuführen, deren Ende absehbar ist. Deshalb ist auch nicht von einer V-förmigen Konjunkturerholung auszugehen. Im Gegenteil, die sich hinziehenden Verteilungskämpfe aufgrund der Inflationsdynamik sowie nachhaltig höherer Energiekosten lassen befürchten, dass die Erholungsdynamik am Standort Deutschland womöglich auch mittelfristig belastet sein wird.

Hierbei gilt es zwischen den Branchen zu differenzieren. In energieintensiven Branchen wie der Chemieindustrie ist sicherlich auch langfristig mit strukturellen Veränderungen zu rechnen, vor allem was die Basischemie angeht, die bereits aufgrund der explodierenden Gaspreise spürbare Produktionsdrosselungen vornehmen musste. Andere Branchen wie die Automobilindustrie werden hingegen noch von einer robusten Nachfrage und hohem Auftragsbestand getragen. So konnten die Pkw-Neuzulassungen im September sogar positiv überraschen – und zwar in allen großen Absatzmärkten wie USA, Europa oder China. Doch steigende Zinsen, vor allem in den USA, hinterlassen bereits ihre Spuren am US-Immobilienmarkt und werden in den kommenden Monaten auch die Autofinanzierung und damit die Pkw-Nachfrage empfindlich treffen. Die aktuelle Lageeinschätzung und der hohe Auftragsbestand sind kein Indiz für eine milde Rezession und sollten deshalb nicht zu einem falschen Gefühl der Sicherheit verleiten.

... belasten Ausblick für Industrie

Deutschland: Reales BIP-Wachstum in %

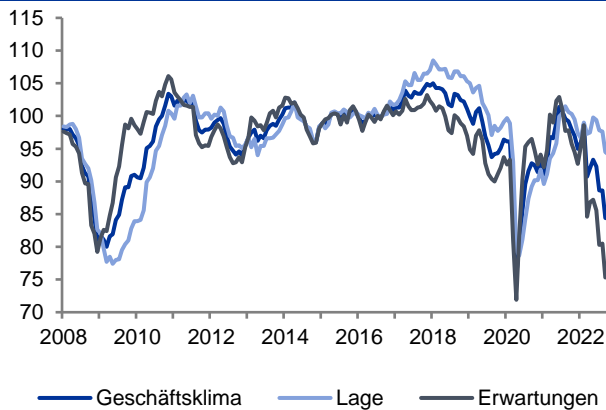


Vierteljährliche Angaben

Quelle: Statistisches Bundesamt



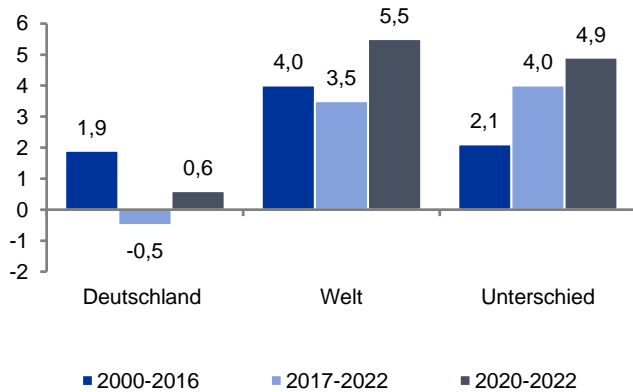
ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



Quelle: FERI (ifo Institut)



Industrieproduktion im Vergleich, Veränderung in %, Differenz in %-Punkten



Quellen: Statistisches Bundesamt; CPB; IKB-Berechnung



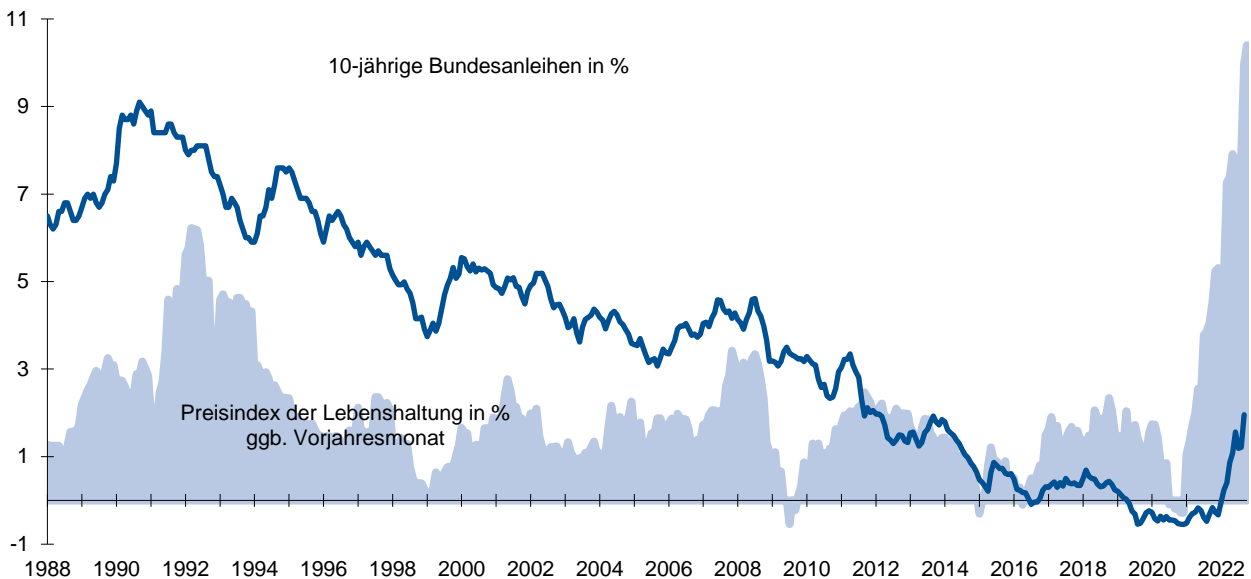
China wieder einmal Anker für globale Wirtschaftsstabilität?

Die deutsche Konjunktur wird sich also weiter eintrüben. Sicherlich werden international aufgestellte und global produzierende Unternehmen weniger stark betroffen sein, – auch wenn das Konjunkturmilieu infolge eines synchronen Abschwungs wichtiger Märkte zunehmend in Mitleidenschaft gezogen wird. Dabei folgt die chinesische Wirtschaft einer anderen Dynamik. Hier spielen die Null-Covid-Politik und ein abkühlender Immobilienmarkt eine größere Rolle als Inflation und geldpolitische Straffung. Demnach haben Fiskal- und Geldpolitik dort Raum, um expansive Gegenmaßnahmen einzuleiten. Bereits im dritten Quartal des laufenden Jahres ist vor allem aufgrund von Infrastrukturausgaben eine erhöhte Investitions- und Wachstumsdynamik zu erkennen. So dürfte sich China wieder einmal eine bedeutende Rolle spielen, die Weltwirtschaft in Schwung zu halten. Dies gilt auch für viele deutsche Industriebranchen, für die China neben den USA der wichtigste Exportmarkt ist. Allerdings scheint der Standort Deutschland zunehmend den Anschluss an globale Wachstumsdynamiken zu verlieren (s. Abb. unten). Global produzierende deutsche Unternehmen mögen zwar von der Bedeutung und Dynamik Chinas profitieren; der Standort Deutschland kann aber immer weniger von den globalen Wachstumsimpulsen profitieren. So haben sich im Zeitverlauf die Unterschiede zwischen dem deutschen und weltweiten Industriewachstum deutlich ausgeweitet. Die deutsche Industrie verliert mehr und mehr den Anschluss an die globale Dynamik. Diese Entwicklung wird durch die aktuell nachhaltig steigenden Energiekosten noch verschärft.

Ausblick 2023

Während Lieferengpässe und Rohstoffmangel noch kurzfristig die Produktion belasten, werden es zunehmend Nachfrage und Margendruck sein, die dem Standort Deutschland zusetzen. So erwartet die IKB für das Jahr 2023 in vielen Branchen einen Produktionsrückgang. Grundsätzlich besteht zudem die Gefahr, dass sich der seit 2017 aufgrund von Wettbewerbsverlusten bestehende negative Trend der Industrieproduktion durch die hohen Energiekosten noch verstärkt. Der deutsche Industriestandort könnte dann weiter von der Wachstumsdynamik der globalen Industrie abgehängt werden.

**Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %**

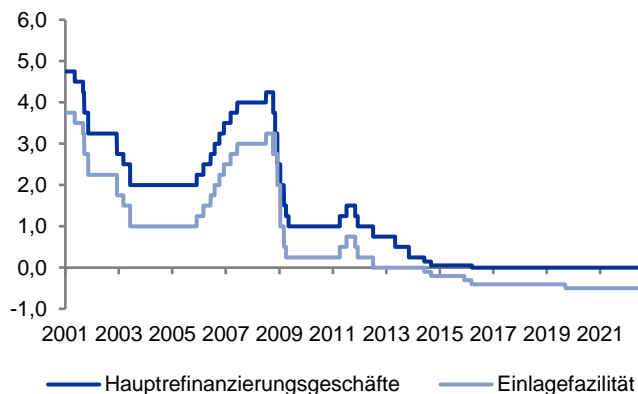


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



**EZB-Geldpolitik: Fiskalpolitik erhöht neutralen Zinssatz, ...**

**EZB-Einlagen- und Hauptrefinanzierungssatz in %**



Quelle: Bloomberg



Die Zinserhöhung der EZB um 75 bp war allgemein erwartet worden. Angesichts der anhaltend hohen Inflation und der Risiken aus Zweitrounden-effekten muss die EZB größere Schritte vollziehen, um schneller in ein neutrales Zinsumfeld zu gelangen. Noch ist sie dort sicherlich nicht angekommen, sodass auch im Dezember von einer weiteren Zinsanhebung um mindestens 50 bp auszugehen ist. Folglich sollte der Einlagenzinssatz zum Jahresende bei 2 % liegen. Weniger eindeutig ist hingegen das Zinsniveau, das im Jahr 2023 erreicht wird. Ein Einlagenzins von zwischen 2,5 % und 3 % ist durchaus denkbar. Entscheidend wird sein, wo das neutrale Zinsniveau liegen wird. Noch immer hält sich die EZB

bedeckt, inwieweit sie eine Rezession zur Inflationsbekämpfung als notwendig ansieht. Stattdessen ist nach wie vor ihr vorrangiges Ziel, so schnell wie möglich zu einem neutralen Zinssatz zu gelangen bzw. die expansive Geldpolitik zu beenden. Doch die Rezession ist eigentlich schon da – und dies aufgrund der hohen Inflation, die die Kaufkraft belastet und weniger infolge von Zinsanhebungen. Wo das neutrale Zinsniveau liegt, ist jedoch weniger eindeutig. So haben Angebotschocks in Form von Lieferengpässen und Rohstoffpreisanstiegen zu einem höheren neutralen Zinssatz geführt – schließlich muss in einem solchen Umfeld die Nachfrage reduziert werden, um das Gleichgewicht in der Wirtschaft wieder herzustellen.

Ein großer Unsicherheitsfaktor für den zukünftigen Zinsverlauf bleibt die Fiskalpolitik. Reagieren die Euro-Staaten mit einer expansiven Politik auf die Rezession, wird dies höhere bzw. länger andauernde hohe Zinsen erfordern. Denn eine expansive Fiskalpolitik verwässert die Effektivität einer geldpolitischen Straffung. Doch auch der Devisenkurs bestimmt das notwendige Ausmaß der geldpolitischen Straffung. Dies gilt insbesondere für offene Volkswirtschaften wie die der Euro-Zone. So hat die Abwertung des Euro seit Anfang 2022 auch die Effektivität der Zinsanhebungen verwässert. Dass die geldpolitische Ausrichtung grundsätzlich restriktiver geworden ist, lässt sich allerdings klar an der Geldmengenentwicklung erkennen.

**... doch die reale Geldmenge signalisiert bereits eine geldpolitische Straffung**

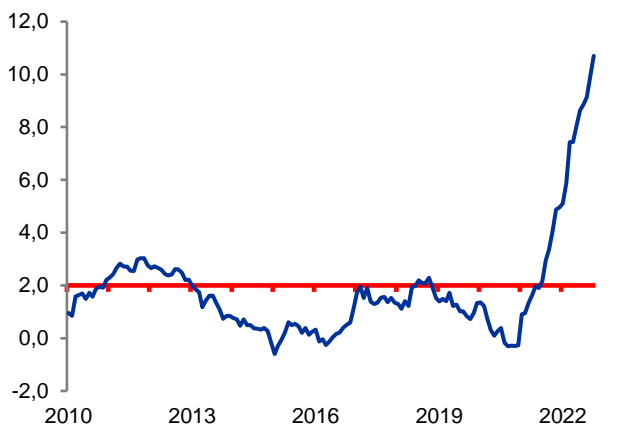
**Euro-Dollar-Kurs, 1 Euro = ... US-Dollar**



Quelle: Bloomberg

Zwar hält sich das nominale Wachstum der Kreditvergabe im Jahresvergleich noch robust; im Quartalsvergleich ist jedoch eine spürbare Abkühlung und sogar ein absoluter Rückgang zum Beispiel bei Wohnungsbaukrediten zu erkennen. Auch die Kreditnachfrage für Investitionen stand im dritten Quartal gemäß dem Bank Lending Survey der EZB unter Druck. Zwar bleibt der Working-Capital-Bedarf infolge hoher Vorleistungskosten hoch. Mit einer sich eintrübenden Konjunktur wird sich aber auch diese Nachfrage relativieren. Für eine Einschätzung der Effektivität der Geldpolitik ist allerdings die reale und nicht die nominale Geldmenge von Bedeutung.

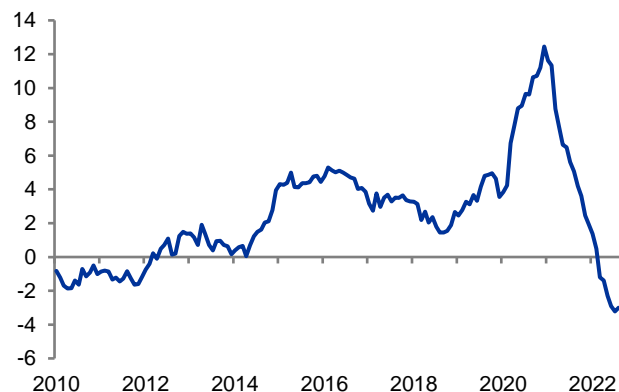
**Euro-Zone: Inflation in %**



Quelle: FERl (Eurostat)

Die hohe Inflation hat im Jahresvergleich zu einem absoluten Rückgang der realen Geldmenge geführt. Die Geldmenge wächst also langsamer als die Verbraucherpreise in der Euro-Zone steigen und auch um einiges langsamer als das nominale BIP. Dies ist ein klares Indiz für eine spürbar straffere Geldpolitik. Nun ist entscheidend, dass die nominale Geldmenge nicht nachziehen wird und so Zweitrundeneffekte und ursprüngliche Inflationsimpulse weiter finanziert. Die jüngsten Entwicklungen bei der Finanzierung von Immobilien und Unternehmensinvestitionen lassen hoffen, dass dies nicht der Fall sein wird – auch weil die Banken ihre Kreditvergabestandards bereits im dritten Quartal 2022 deutlich verschärft haben. Die Geldpolitik ist also nicht nur wegen der vollzogenen Zinsanhebungen straffer geworden, sondern vor allem aufgrund einer negativen realen Geldmengenveränderung.

**Euro-Zone: Reale Geldmenge, Veränderung in % YoY**



Quelle: FERl (EZB)

Auch wenn die Beziehung zwischen Inflation und Geldmengenwachstum eher instabil ist: Die aktuellen Entwicklungen der realen Geldmenge zeigen zusammen mit den weiter zu erwartenden Zinsanstiegen und der wirtschaftlichen Schwächephase eine relativ eindeutige Entwicklung: Der Inflationsdruck wird spürbar nachlassen. Die Inflationsrate wird im Jahr 2023 also nicht nur aufgrund von Basiseffekten sinken, für 2024 bleibt eine Inflationsrate unter dem Inflationsziel durchaus eine Möglichkeit. Die EZB ist deshalb gut beraten, Mitte nächsten Jahres ihre geldpolitische Straffung zu beenden. Im Schatten einer Rezession erscheint deshalb ein Einlagenzins von über 3 % weniger wahrscheinlich. Raum für kurzfristige Zinssenkungen sollte es jedoch nicht geben, auch weil eine expansive Fiskalpolitik zur Unterstützung der Konjunktur ein nennenswertes Risiko für das ultimative Zinsniveau in der Euro-Zone darstellt.

## Verarbeitendes Gewerbe: Produktionsrückgänge unausweichlich

**Fazit:** Die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes wird in den kommenden Monaten spürbar unter Druck geraten. Hierfür sind vor allem zwei Treiber verantwortlich: Zum einen eine nachlassende Nachfrage, die sich mehr und mehr in rückläufigen Auftragseingängen zeigt; das hohe Niveau der Auftrags-eingänge der letzten Monate wird daran wenig ändern. Zum anderen wird die unterliegende Erzeugerpreisinflation nachlassen. Der Anstieg der Erzeugerpreise im letzten und diesem Jahr hat die Produktion gestützt, denn Unternehmen konnten steigende Kosten weitergeben. Nun baut sich im Schatten eskalierender Energiekosten und nachlassender Nachfrage Margendruck auf, der die Produktion belasten wird. Angebot sowie Nachfrage werden sich deshalb negativ auf das Produktionsniveau auswirken, und selbst der mittelfristige Ausblick für den Produktionsstandort Deutschland dürfte sich eintrüben.

Die Auftragseingänge sind im August deutlich um 2,4 % zum Vormonat gesunken. Auch wenn hierfür Sonder-effekte verantwortlich sind und sich ohne Großaufträge ein leichtes Plus ergeben hätte, sind seit März die gesamten Bestellungen in der Tendenz klar rückläufig. Das Bestellniveau blieb aber trotz der Rückgänge hoch, was oft als positives Signal für die deutsche Industrieproduktion gewertet wird. Doch was ist die Aussagekraft der Auftragseingänge, und wie wird die Produktion in den kommenden Monaten verlaufen?

Die Mehrzahl der Prognosen geht von einer Rezession der deutschen Wirtschaft aus. Grundsätzlich wird aktuell ein BIP-Rückgang für das Gesamtjahr 2023 erwartet. Doch für das Verarbeitende Gewerbe, das historisch eine hohe Volatilität und spürbare Produktionsrückgänge in Rezessionsphasen gezeigt hat, scheint der Ausblick weniger negativ zu sein. Dieser Optimismus beruht u. a. auf den Auftragseingängen bzw. -beständen. Das deutsche Verarbeitende Gewerbe verfügt über volle Auftragsbücher, was sie über die Rezession hinweg tragen sollte – so das Argument. Voraussetzung ist natürlich, dass Lieferengpässe die Abarbeitung der Aufträge nicht weiter behindern. In der Tat stellten bis dato vor allem das fehlende Angebot bzw. Lieferprobleme die Wachstumsbremse dar – und weniger Nachfrageprobleme. Jetzt, wo die Nachfrage im Schatten der lokalen wie globalen Konjunktüreintrübung nachlässt und eskalierende Kosten immer weniger weitergegeben werden können, ist es jedoch Angebot und Nachfrage, die die Abarbeitung der Aufträge und damit auch den Ausblick für das Verarbeitende Gewerbe belasten. So werden in den kommenden Monaten nicht nur die Auftragseingänge infolge des Konjunktüreintruchs weiter zurückgehen. Viele bestehende Aufträge werden infolge des Margendruckes und mangelnder Nachfrage storniert bzw. nicht bearbeitet. Welche Aussagekraft haben die jüngsten Auftragseingänge in diesem Umfeld für die Produktion am Standort Deutschland?

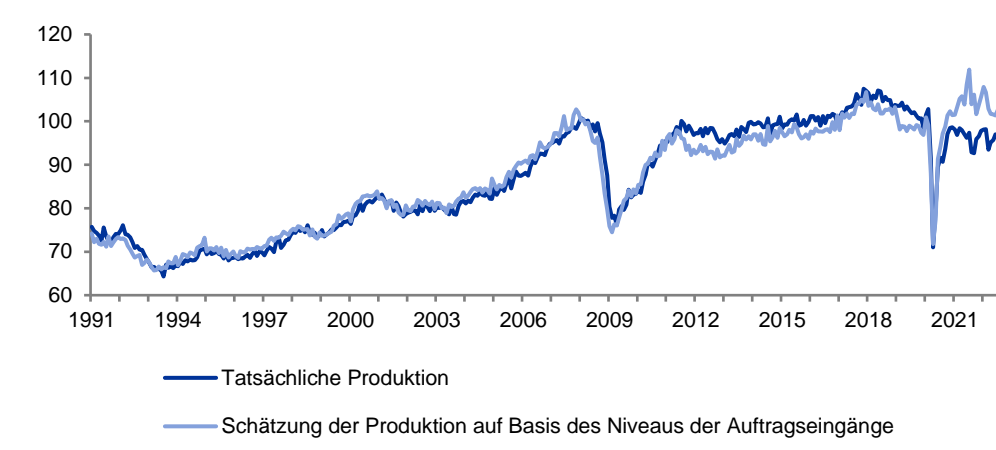
### Auftragseingänge als Frühindikator der Industrieproduktion

Auftragseingänge werden oft als Frühindikator für die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes gesehen. Die Aufträge von heute zeigen sich also in den Produktionszahlen der kommenden Monate. Und in der Tat bestätigen empirische Analysen, dass vor allem aktuelle, aber auch die Auftragseingänge der letzten Monate einen Erklärungsgrad für die aktuelle Produktion bilden. Allerdings war diese Beziehung während der letzten Jahre nicht stabil. So ergeben sich in der Beziehung Unterschiede für die Zeiträume vor und nach der Finanz- bzw. Eurokrise, aber auch vor und nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie. Vor allem seit dem Ausbruch der Pandemie scheint sich ein größerer Bruch zu ergeben. Der geschätzte Koeffizient für Produktion und Auftrags-eingänge wird während des untersuchten Zeitraums und insbesondere nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie kleiner. Also der Einfluss bzw. Erklärungsgrad der Auftragseingänge auf die deutsche Produktion lässt nach. Der geringere Einfluss erklärt auch die aktuelle Diskrepanz zwischen Produktion und Auftragseingängen. So müsste gemäß historischem Verlauf die Produktion aktuell um einiges höher liegen. Da jedoch der Einfluss der Auftragseingänge auf die lokale Produktion vor allem seit Ausbruch der Pandemie nachgelassen hat, überschätzen historisch geschätzte Koeffizienten das tatsächliche Produktionsniveau.

Die Erklärung hierfür ist: deutsche Unternehmen bekommen zwar Aufträge, können diese aber zunehmend wegen Lieferengpässen nicht bedienen. Das Ergebnis ist ein deutlicher Anstieg des Auftragsbestands seit Anfang 2020. Ein weiterer Grund, insbesondere seit der Finanzkrise, liegt darin, dass die Wertschöpfung zunehmend mit der ausländischen Produktion und weniger mit der lokalen erbracht wird. So bekommen zwar deutsche Unternehmen die Aufträge, die Wertschöpfung des Unternehmens findet aber zunehmend außerhalb Deutschlands statt, oder das Unternehmen bedient sich mehr und mehr bei globalen Lieferanten und verfügt in Deutschland nur noch über eine geringe Wertschöpfung. **Somit sind es kurzfristige, aber auch strukturelle Themen, die die Produktion am Standort Deutschland belasten.** Aktuell kommt hinzu, dass

Aufträge angesichts der Kostenlage nicht mehr rentabel sind und deshalb nicht abgearbeitet werden. **So mag zwar laut Abb. 1 eine große Diskrepanz zwischen Auftragseingängen und Produktion bestehen. Dies ist allerdings kein Indiz für einen „Auftragspuffer“, der die lokale Produktion in den kommenden Monaten stützen wird. Zudem sinken die Auftragseingänge nun schon länger, und die Schere zwischen Aufträgen und Produktion schließt sich.** Dies wird durch jüngste Daten der Auftragseingänge bestätigt.

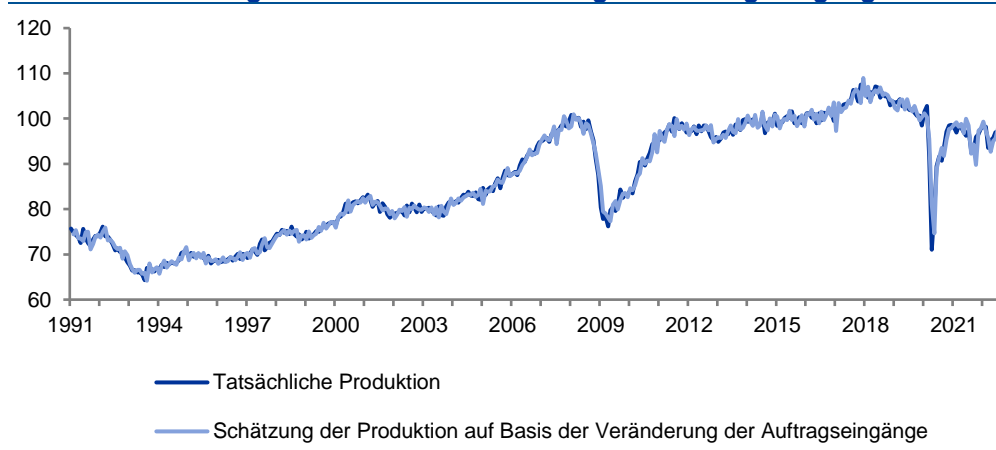
**Abb. 1: Produktion des Verarbeitenden Gewerbes, 2015 =100 – Schätzung auf Basis des Niveaus der Auftragseingänge**



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Schätzung

Oft wird auch auf die Veränderungen der Auftragseingänge als Erklärung der Produktion verwiesen. Und in der Tat kann die Veränderung der aktuellen Auftragseingänge eine Veränderung der Produktion relativ gut erklären. Allerdings nur die aktuelle Produktion. Veränderungen in den Vormonaten haben empirisch keinen nennenswerten Erklärungsbeitrag. Diese Beziehung erweist sich als einiges stabiler als eine Schätzung der Niveaus. So haben sich die monatlichen Rückgänge der Auftragseingänge negativ auf die Produktion ausgewirkt – unabhängig vom Niveau der Auftragseingänge. Auch sind die Schätzungen für den gesamten Zeitraum (1991 bis 2022) stabil, und die Größe des Koeffizienten ist ähnlich wie der in der Schätzung mit Niveaus seit des Corona-Ausbruchs. Beide Modelle deuten darauf hin, dass wenn Auftragseingänge um 1 % sinken, die Produktion mit rund 0,5 % nachlässt. Abb. 2 zeigt die Produktion und Modellschätzung auf Grundlage von Veränderungen der Auftragseingänge.

**Abb. 2: Produktion des Verarbeitenden Gewerbes, 2015 = 100 – Schätzung auf Basis der Veränderung der Auftragseingänge**



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Schätzung

**Einschätzung:** Die relativ zur Produktion hohen Auftragseingänge sind kein Indiz für eine robuste zukünftige Produktion, denn der Einflussgrad der Auftragseingänge auf die deutsche Produktion des Verarbeitenden Gewerbes hat über Jahre nachgelassen. Entscheidend sind vielmehr die Veränderungen der Auftragseingänge. Sinken sie, lässt die Produktion am Standort Deutschland nach. Der Auftragsrückgang der Industrie seit März 2022 belastet somit die Produktion, während das hohe Niveau der Aufträge weniger entscheidend ist. Wird die Abarbeitung von Lieferengpässen zu einer spürbaren Produktionssteigerung führen? Auf Grundlage von

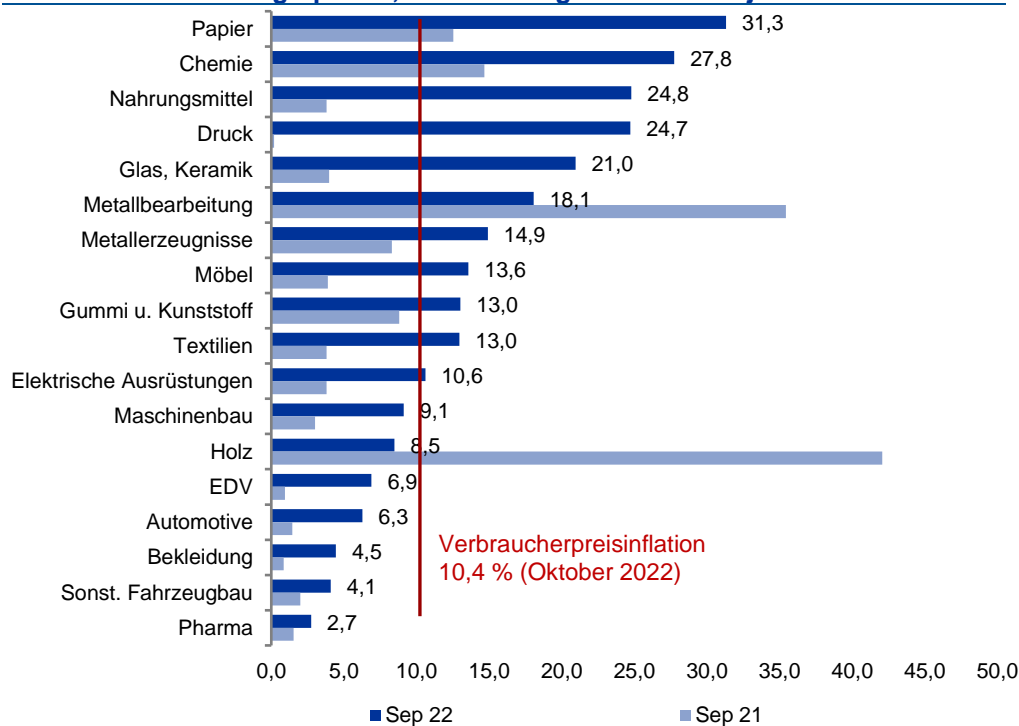
Abb. 2 scheint dies weniger der Fall zu sein, es sei denn, es ergibt sich ein Anstieg der Auftragseingänge infolge von Erwartungen, dass Aufträge auch abgearbeitet werden können. Dies mag nicht völlig auszuschließen sein. **Kurzfristig ist jedoch das Bild eindeutig: Eine spürbare Konjunkturertrübung wird Auftrags-eingänge aus dem In- und Ausland und damit die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes belasten – unabhängig von der Höhe der Auftragseingänge in den Monaten zuvor.**

**Steigende Erzeugerpreise – Positiv oder negativ für die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes?**

Lieferengpässe und daraus folgende steigende Kosten könnten einen zunehmenden Teil der Aufträge als nicht realisierbar erscheinen lassen. Auch können aktuell Preisanstiege insbesondere bei den Rohstoffen viele Aufträge aus ökonomischer Sicht wenig realisierbar gestalten. So deuten die hohen Anstiege der Erzeugerpreise auf der einen Seite darauf hin, dass Unternehmen Preise weitergeben können, was sich positiv auf die Produktion auswirkt. Gleichzeitig signalisieren die Erzeugerpreise jedoch auch eskalierenden Kostendruck bzw. die Folgen von Lieferengpässen, was sich wiederum negativ auf die Produktion auswirken sollte. Dies gilt vor allem im aktuellen Umfeld einer sich aufbauenden Nachfrageschwäche, die eine Weitergabe des Kostendrucks immer schwieriger werden lässt.

Doch was ist der Einfluss der Erzeugerpreis-inflation auf die Produktion? Empirische Schätzungen bestätigen einen positiven Einfluss steigender Erzeugerpreise auf das Produktionsniveau. Steigende Preise aufgrund von Lieferengpässen und damit reduzierter Produktion scheinen eine untergeordnete Rolle zu spielen. So hat die anfängliche Phase der zunehmenden Erzeugerpreise vor allem in der ersten Hälfte 2022 die Produktion nicht belastet. Im Gegenteil, die höheren Kosten konnten weitergeben werden und die Gewinnmargen blieben stabil. Dies sollte sich allerdings im Schatten einer nachlassenden Nachfrage ändern. Vorausschauend werden Erzeugerpreise aus zwei Gründen nachlassen. Zum einen werden Kosten durch die Unternehmen absorbiert und zu Margendruck führen, zum anderen werden im weiteren Verlauf nachlassende Rohstoffpreise den Inflationsdruck dämpfen. Beides ist die Folge einer Konjunkturertrübung und wird deshalb die Produktion belasten – und dies womöglich nicht nur in den kommenden Monaten. Denn anhaltend hohe Energiepreise werden in einem globalen intensiven Wettbewerbsumfeld eher die Gewinnmargen und damit die Angebotsseite nachhaltig belasten als für anhaltend hohe Erzeugerpreis-inflation in Deutschland zu sorgen. Dies gilt vor allem in einem Umfeld einer nachlassenden Nachfrage. Würden Bestellungen hingegen wieder zulegen, wäre die Nachfrage robust und Preise würden zu keinem Margendruck, sondern weiterem Inflationsdruck führen. Davon ist allerdings im Schatten einer Nachfrageschwäche und steigender Zinsen nicht auszugehen.

**Abb. 3: Erzeugerpreise, Veränderung in % zum Vorjahresmonat**



Quelle: Statistisches Bundesamt



**Einschätzung:** Die Produktion wird in den kommenden Monaten aus verschiedenen Gründen spürbar unter Druck geraten, auch wenn einzelne Monatsdaten sicherlich positiv ausfallen können. Zum einen wird der erwartete Rückgang der Auftragseingänge belasten. **Zum anderen wird der zunehmende Margendruck infolge hoher Kosten zu Produktionsrückgängen und einer nachlassenden Erzeugerpreisinflation führen. Dies sind notwendige und aus Notenbanksicht gewollte Prozesse, um den allgemeinen Inflationsdruck zu dämpfen. Für die Unternehmen ergeben sich dann allerdings erhebliche Belastungen, sodass mit einem Anstieg von Unternehmensinsolvenzen zu rechnen ist.** Denn auch wenn das Bruttoinlandsprodukt mit nur rund 1 % im Jahr 2023 sinken sollte, ist das Umfeld angesichts des Kosten- und Margendrucks durchaus herausfordernd. Die aktuelle Entwicklung wird deshalb auch strukturelle Folgen für den Standort Deutschland mit sich bringen, was die Produktion womöglich nachhaltig belasten könnte.

## Lohnanstiege und Gewinne: Verteilungskämpfe vorprogrammiert

**Fazit:** Einmalzahlungen von Unternehmen dämpfen aktuell den realen effektiven Einkommensverlust ihrer Beschäftigten. Deshalb sind die verhandelten Anstiege bei den Tariflöhnen bis dato relativ moderat geblieben. Da es jedoch kurzfristig nicht zu einer Deflation kommen wird, verschieben die Einmalzahlungen den zu erwartenden Lohnkonflikt nur ins kommende Jahr. Die bevorstehende Rezession wird allerdings zunehmend zu Kurzarbeit führen, sodass die realen effektiven Löhne im Jahr 2023 spürbar unter Druck kommen werden.

Doch auch die Unternehmen werden es angesichts von schwacher Konjunktur, Lohndruck und Fachkräftemangel schwer haben, ihre Gewinnerwartungen aufrecht zu halten.

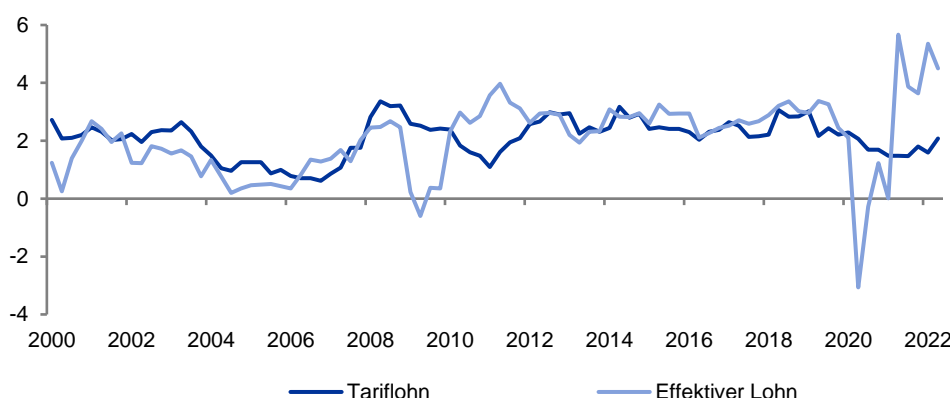
Um die Wettbewerbsfähigkeit des Wirtschaftsstandortes Deutschland zu stärken, wäre allerdings ein Anpassungsprozess bei den realen Löhnen wünschenswert. Aufgrund der sich aufbauenden Lohnforderungen ist jedoch davon auszugehen, dass vor allem die Kurzarbeit ausgeweitet wird.

### Zunehmende Divergenz zwischen Tarif und effektiven Löhnen

Die meisten Volkswirte gehen inzwischen von einer Rezession in Deutschland zum Jahresende aus. Dementsprechend hat sich die Konjunkturerwartung für 2023 deutlich verschlechtert, und für das kommende Jahr ist nun insgesamt von einer negativen Wachstumsrate auszugehen. Auch die IKB erwartet aktuell für 2023 einen BIP-Rückgang von rund 1 %, während die Wirtschaft im Jahr 2022 voraussichtlich noch um insgesamt 1,5 % zulegen wird. Gründe für diesen spürbaren Rückgang gibt es genug: Zinsanhebungen, globale Konjunkturertrübungen, aber vor allem ein enorm hoher realer Einkommensverlust der deutschen Haushalte infolge der allgemeinen Inflation und vor allem der eskalierenden Gas- und Strompreise – hier ist ein Ende noch nicht abzusehen. Doch während die Tariflöhne zwischen dem zweiten Quartal 2021 und dem zweiten Quartal 2022 ein Wachstum von nur 2,1 % aufwiesen, lag der effektive Lohnanstieg in der Wirtschaft immerhin bei 4,5 %. Wie ist dies zu bewerten und welche weitere Entwicklung ist zu erwarten?

Die deutliche Divergenz zwischen Tarif und effektiven Lohnanstiegen resultiert vor allem aus Einmalzahlungen. Mit ihnen versuchen Unternehmen, dem durch die Inflation verursachten Lohndruck entgegenzuwirken. Sie entlasten die Arbeitnehmer aber nur kurzfristig. Denn nur wenn die Verbraucherpreise bald sinken würden, es also zu einer Deflation käme, würden solche Einmalzahlungen ausreichen, um den realen Lohnverlust aufzufangen. Aktuelle Inflationsprognosen deuten jedoch auf alles andere als eine Deflation hin. Positiv betrachtet, zeigt die Divergenz von Tarif- und effektiven Lohnerhöhungen die zunehmende Bereitschaft von Unternehmen, die Löhne im Schatten der eskalierenden Inflation proaktiv anzuheben. Dies erklärt zusammen mit der hohen Unsicherheit infolge des Ukrainekriegs, warum die Tarifanstiege bis dato eher moderat verlaufen. Denn aufgrund der Inflationsentwicklung und der Erwartungen hätten die Tariflöhne schon deutlich spürbarer ansteigen müssen. Da jedoch viele der „freiwilligen“ Zahlungen durch die Unternehmen einmalig sind, wird der effektive Lohn schon kurzfristig wieder sinken. So helfen die Einmalzahlungen zwar, den realen Lohneinbruch kurzfristig zu dämpfen, Forderungen nach dauerhaft steigenden Löhnen werden allerdings nur verschoben, sofern die Reallöhne nicht weiter sinken sollen. Im aktuellen konjunkturellen Umfeld mag diese Entwicklung durch die zunehmende Notwendigkeit von Kurzarbeit noch verschärft werden.

**Abb. 1: Tarif und Lohnentwicklung, Veränderung zum Vorjahr, in %**



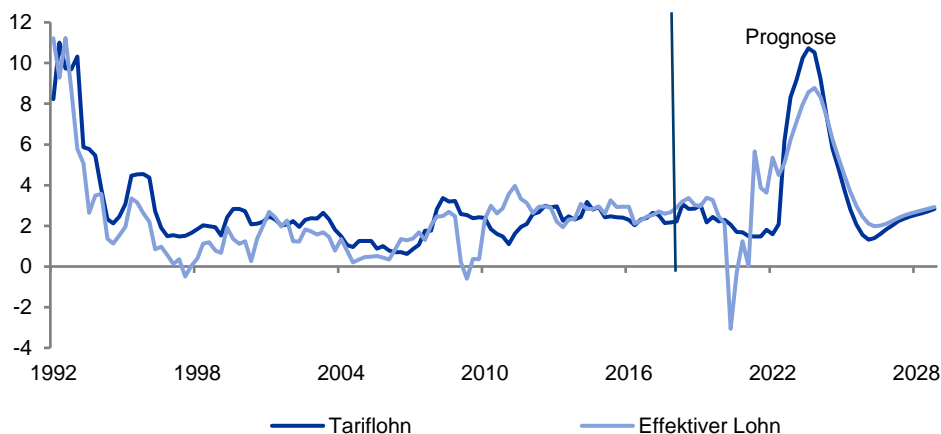
Quelle: Deutsche Bundesbank

## Zunehmender Druck durch Tarifforderungen im Jahr 2023 zu erwarten

**Der Lohndruck wird im Jahr 2023 außerordentlich hoch sein. Denn Tariflöhne werden in der Regel von der zurückliegenden Inflation bestimmt.** Soll heißen: Die Inflation im Jahr 2022 und nicht die erwartete Inflation des Jahres 2024 wird die Tarifforderungen im Jahr 2023 maßgeblich bestimmen. Zudem wird der Inflationsdruck anhalten, weil die Inflationsrate auch im Jahr 2023 hoch bleiben wird. Prognosen sehen sie auf Basis des Verbraucherpreisindex (VPI) bei über 5 %. Doch während die Entwicklung der Tariflöhne hauptsächlich durch die Inflationsrate und die Anzahl der Erwerbstätigen bzw. vom Arbeitsmarkt bestimmt wird, spielen bei den effektiven Lohnentwicklungen nicht nur die Tariflöhne eine Rolle, sondern vor allem auch die Konjunktur. Die absehbare Rezession wird sich demnach negativ auswirken und den effektiven Lohnanstieg etwas dämpfen.

Laut IKB-Modellen ist im kommenden Jahr von einem spürbaren Anstieg sowohl der Tarif- wie auch der effektiven Löhne auszugehen. Die Prognosen in Abb. 2 beruhen auf einem BIP-Rückgang im Jahr 2023 von rund 1 % und einer VPI-Inflationsrate von deutlich über 5 %, wobei die hohe Inflationsrate in diesem Jahr der entscheidende Treiber ist. Im Schatten der schwachen Konjunktur ist eine ausweitende Diskrepanz zwischen Tarif- und effektiven Lohnanstiegen nicht überraschend. **So steuert die deutsche Wirtschaft auf einen Konflikt zu: Zum einen werden sich deutliche Lohnforderungen im Jahr 2023 nicht durch aktuelle Einmalzahlungen verhindern lassen. Der Lohndruck wird durch den aktuellen Personal- und Fachkräftemangel sowie die Inflationserwartungen verstärkt. Zum anderen werden die konjunkturellen Realitäten spürbaren Druck auf die Unternehmensgewinne ausüben, was wiederum die effektiven Lohnanstiege reduzieren sollte.**

**Abb. 2: Lohnentwicklung und Modellsimulation, Veränderung zum Vorjahr, in %**



Quellen: Bundesbank; IKB-Prognosen

Der Mindestlohn wird auch infolge der Anhebung im Oktober von 10,45 € auf 12 € Ende 2022 im Jahresdurchschnitt um über 10 % im Vergleich zum Vorjahr angestiegen sein. Könnte die Anhebung des Mindestlohns den effektiven Löhnen weiter Auftrieb geben? Empirisch lässt sich dies jedoch nicht bestätigen. Sprich: Die Differenz zwischen den Anstiegen in den Tarifen und bei den effektiven Löhnen kann nicht durch Anstiege beim Mindestlohn erklärt werden. Was hingegen bedeutend ist, ist der Effekt der Kurzarbeit. Steigt sie an, so dämpft das die effektiven Lohnanstiege, was wenig überrascht. Ein Anstieg der Kurzarbeit wird demnach wichtig sein, um die effektiven Lohnanstiege bzw. die Lohnstückkosten zu dämpfen und die Margen der Unternehmen im Schatten der Rezession zu retten. **Die Modellsimulationen der IKB über die Höhe der zu erwartenden Tarif- und effektiven Lohnanstiege deutet auf die Notwendigkeit eines zunehmenden Anstiegs der Kurzarbeit in den kommenden Monaten hin; vor allem infolge des erwarteten BIP-Rückgangs, der ohne Lohnzurückhaltung oder Stellenabbau die Lohnstückkosten ansteigen lassen würde (siehe auch IKB Kapitalmarkt-News über Kurzarbeit).** Dann könnte der effektive Lohnanstieg noch weiter unter die Modellsimulation sinken, was den realen Einkommensverlust verstärken wird.

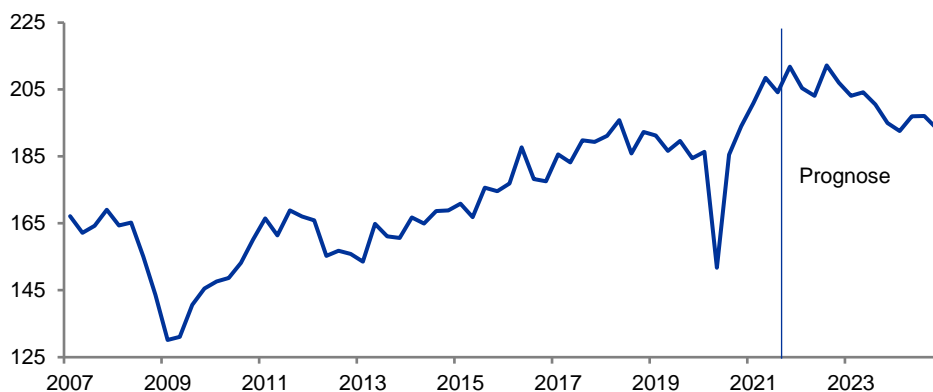
### Einschätzung: Wer bezahlt für den Anpassungsprozess?

Für die Unternehmen bleibt der Ausblick herausfordernd: Ansteigende Lohnstückkosten im Schatten von BIP-Rückgang und hohen Lohnforderungen werden die Margen bzw. das Gewinnpotenzial am Standort Deutschland belasten. So ist mit einem Rückgang des Arbeitgeberanteils am Volkseinkommen zu rechnen. Dies ist eine für eine Rezession typische Entwicklung, die aber in den kommenden Quartalen die Investitionsbereitschaft dämpfen wird.

Der eigentliche Druck aus den Tarifverhandlungen steht der deutschen Wirtschaft noch bevor. Vor allem im Jahr 2023 ist von spürbarem Lohndruck auszugehen, der bei einer negativen BIP-Entwicklung auch zu spürbarem Druck bei den Lohnstückkosten führen sollte. Der Ausblick für den Standort Deutschland bleibt deshalb getrübt. Dies gilt für die Rezession Winter 2022, aber auch für das gesamte Jahr 2023. Die IKB hält an ihrer Einschätzung fest, dass die Kurzarbeit zusammen mit rückläufigen Rohstoffpreisen eine wichtige Stütze für Margen und Gewinnentwicklung der Unternehmen sein wird. Ebenfalls werden das reale Einkommen und damit die Kaufkraft der deutschen Haushalte noch auf Sicht unter Druck bleiben.

Der volkswirtschaftliche Kuchen schrumpft (BIP-Rückgang). **Realisieren sich die Lohnansprüche, wie durch die Simulation angedeutet, so werden die Unternehmen die Hauptlast der Anpassung tragen, die Gewinne werden einbrechen und der Arbeitnehmeranteil am Volkseinkommen wird deutlich ansteigen. Unterstützt wird dies durch den Personal- bzw. Fachkräftemangel, der einen Anstieg der Arbeitslosenquote eher unwahrscheinlich macht. Wird der Staat die Lohnkosten durch Kurzarbeit subventionieren, wird hingegen vor allem das reale Einkommen belastet werden und insbesondere die privaten Haushalte werden Anpassungen hin zu einer niedrigeren Inflation schultern müssen.** Allerdings würde Kurzarbeit einem forcierten Stellenabbau am Standort Deutschland entgegenwirken. Es scheint, als ob trotz der zu erwartenden hohen Lohnforderungen vor allem die Arbeitnehmer den notwendigen Anpassungsprozess werden bewältigen müssen.

**Abb. 3: Unternehmens- und Vermögenseinkommen und Prognose, in Mrd. €**



Quellen: Bundesbank; IKB-Prognose

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

**Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr**

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

**Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr**

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

	27. Okt	Ende 2022
3M-Euribor	1,58	2,3
3M-USD-Libor	4,36	4,6
10-Jahre Bund	2,18	2,3
10-Jahre U.S. Treasury	4,06	4,1

	27. Okt	Ende 2022	Ende 2023
EUR/USD	1,01	0,98	1,10
EUR/GBP	0,87	0,87	0,91
EUR/JPY	147	143	126
EUR/CHF	0,99	0,95	1,03
EUR/HUF	408	423	412
EUR/CZK	24,5	24,6	24,8
EUR/TRY	18,8	18,9	19,9
EUR/PLN	4,75	4,81	4,59
EUR/RUB	61,9	59,6	78,0
EUR/MXN	20,1	19,7	22,3
EUR/ZAR	18,1	17,3	18,9
EUR/CNY	7,28	7,02	7,80
EUR/CAD	1,37	1,30	1,40
EUR/AUD	1,55	1,54	1,50

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  
Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4492

2022

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