

IKB Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

September 2023

Deutsche Wirtschaft: Geringer Reformdruck trotz schlechter Stimmung?

2

Die Stimmung der deutschen Unternehmen bleibt schlecht • Die Attraktivität des Investitionsstandortes Deutschland ist in Gefahr • Mittelfristiger Ausblick durch schwache Investitionsdynamik eingetrübt • Wirtschaftliche Herausforderungen sollten den Reformdruck erhöhen • Niedrige Arbeitslosenquote könnte Reformdruck entgegenwirken • Ernst der Lage nicht zu erkennen, führt zu einer falschen Sicherheit über deutsches Potenzialwachstum

Geldpolitik: ein entscheidender letzter Kraftakt der EZB

5

Die EZB hat mit ihrer Zinserhöhung Entschlossenheit gezeigt • Sie hat sich damit klar zu ihrem Mandat des Inflationsziels bekannt • Damit scheint das Zinsplateau vorerst erreicht • Wie lange die Zinsen auf diesem Niveau bleiben, hängt von den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ab • Erste Zinssenkungen ab Mitte 2024 sind nicht ausgeschlossen

Volkswirtschaft und Research, IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Klaus Bauknecht
Chefvolkswirt

+49 211 8221 4118

Klausdieter.Bauknecht@ikb.de
Dr. Carolin Vogt

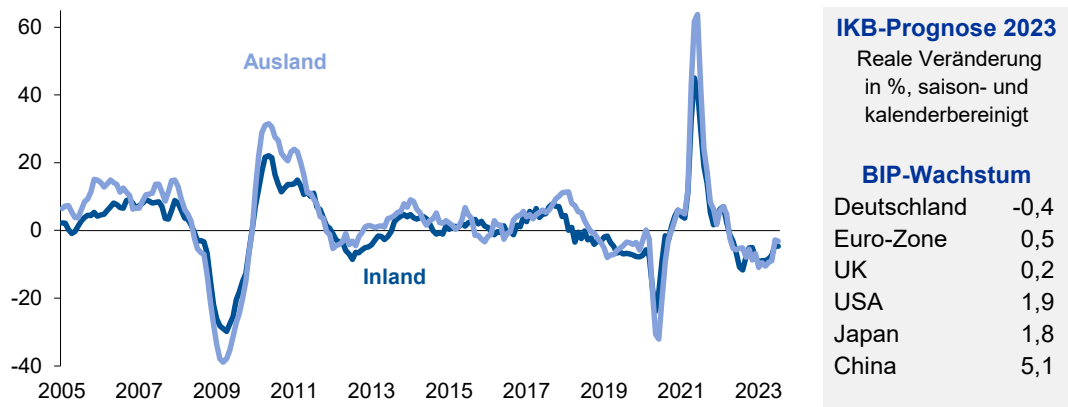
+49 211 8221 4492

Carolin.Vogt@ikb.de
Eugenia Wiebe

+49 211 8221 3174

Eugenia.Wiebe@ikb.de

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

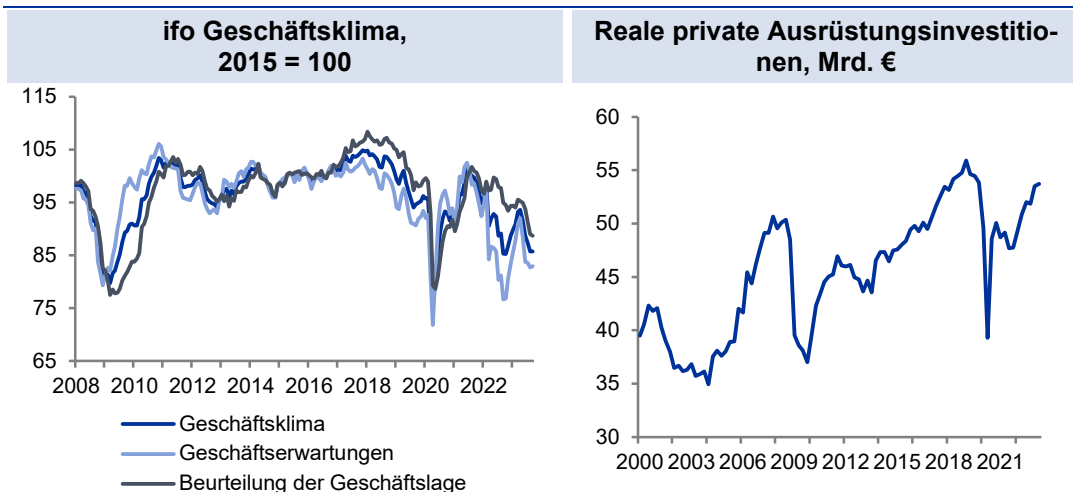


Quelle: Statistisches Bundesamt (IKB-Berechnung: reale gleitende 3-Monats-Zuwachsraten in %)

Deutsche Wirtschaft: Geringer Reformdruck trotz schlechter Stimmung?

Die Stimmung in der deutschen Wirtschaft ist weiterhin gedämpft, was aufgrund von Konjunktorentwicklung und Prognosen nicht überraschen sollte. So ist es auch nicht verwunderlich, dass sich das ifo-Geschäftsklima im September weiter auf einem niedrigen Niveau bewegt. Vielleicht sind die jüngsten Zahlen sogar leicht positiv zu interpretieren, da der Index nicht noch weiter gefallen ist. Allerdings liegen die Geschäftserwartungen nur leicht über jenen in der Finanzkrise von 2009. Die vom ifo-Geschäftsklima gespiegelte Stimmung hat jedoch wenig mit überzogener Negativität zu tun, wie sie oft mit dem Begriff „Germany bashing“ beschrieben wird. Denn konjunkturelle wie strukturelle Themen erlauben in Kombination mit fehlender Reformbereitschaft kaum Optimismus.

Deutschland: Stimmung der Wirtschaft bleibt getrübt



Quellen: Feri (ifo); Statistisches Bundesamt

Aktuell wirken sich gegenseitig verstärkende Kräfte auf die Stimmung in der deutschen Wirtschaft aus. Die Konjunkturintrübung forciert strukturelle Herausforderungen wie hohe Energiekosten, bürokratische Hürden und Fachkräftemangel bzw. zunehmend ansteigender Lohndruck. Die Attraktivität des Investitionsstandortes Deutschland bzw. der Renditeausblick möglicher Investitionen ist deshalb in Gefahr. Dies mag positiv wie negativ gesehen werden. Negativ, weil im Schatten fehlender Investitionen das Wachstumspotenzial in

Deutschland weiter sinken wird. So wird die Rezession nicht nur kurzfristig die Wirtschaft belasten, sondern könnte auch nachhaltig Folgen haben, da es in Deutschland bei der nächsten Konjunkturerholung zu keinem spürbaren Aufholbedarf bei Investitionen kommen könnte.

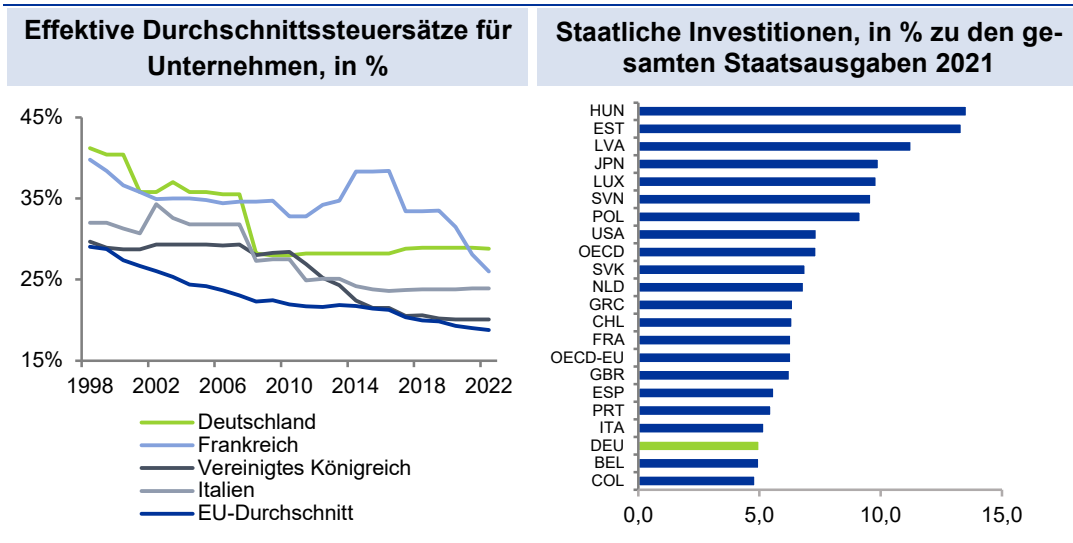
Die Kombination aus Rezession und strukturellen Problemen mag auch positiv gesehen werden, da wirtschaftliche Herausforderungen zunehmend den Reformdruck erhöhen. Dies wäre nicht das erste Mal. Die Agenda 2010 wurde im Schatten einer schweren Rezession und eskalierender Arbeitslosigkeit verabschiedet bzw. umgesetzt. Die Folgen der damaligen Rezession waren dermaßen offensichtlich, dass der Staat handeln musste – und zwar nicht durch „Make-up“-Politik auf der Ausgabenseite des Staatshaushalts, sondern durch strukturelle Reformen, die eine Wachstums- und Investitionen fördernde Anreizstruktur schafften. Die Angebotsseite stand also im Fokus. Aktuell wird deshalb entscheidend sein, dass die Folgen der strukturellen Herausforderungen in Kombination mit der erwarteten Rezession sichtbar werden und so den Handlungsdruck auf die Politik erhöhen. Auch dieses Mal liegt die Lösung nicht in höheren Sozialausgaben und einem sich ausweitenden Haushaltsdefizit. Vielmehr sind Anreizstrukturen auf der Angebotsseite der Wirtschaft erforderlich.

Erste Folgen der Konjunktüreintrübung sind bereits erkennbar. So steigt die Insolvenzquote bereits spürbar an. Auch ist die private Investitionsneigung am Standort Deutschland eher mau. Am effektivsten für Reformen wäre allerdings ein deutlicher Anstieg der Arbeitslosenquote. Solch eine Entwicklung ist allerdings angesichts des Fachkräftemangels und der demografischen Entwicklung eher unwahrscheinlich – zumindest kurzfristig. Ohne ausreichenden Druck aus Gesellschaft und Wirtschaft besteht das Risiko, dass die wirtschaftliche Gewitterlage nicht bei der Politik ankommt bzw. nicht deutlich wird, wie ernst die Lage ist.

Diese Sorge ist durchaus berechtigt. Schon seit Jahren wird in Deutschland von einem Investitionsstau gesprochen. Private wie staatliche Investitionen reichen bei weitem nicht aus, um den Kapitalbestand ausreichend auszuweiten. Dies gilt insbesondere aktuell, weil ein großer Teil des privaten Kapitalstocks aufgrund der Klimaziele abgeschrieben werden muss. Auch das Thema Fachkräftemangel ist bereits seit Jahren bekannt. Neben der stetig ansteigenden Erwerbsquote bei Frauen ist aber relativ wenig geschehen. Die Folge ist ein immer weiter sinkendes Potenzialwachstum. Der Anteil staatlicher Investitionen an den gesamten Staatsausgaben liegt in Deutschland bei ca. 5 % – und damit niedriger als in Italien, der OECD oder der EU. Der Staat trägt also wenig zur Transformation und Erneuerung der Wirtschaft bei – trotz ambitionierter Klimaziele und selbst zu Zeiten negativer Bundrenditen.

Aktuell lässt die hohe Inflation die Steuereinnahmen sprudeln. Einerseits ermöglicht das Steuerentlastungen und Investitionen. Aufgrund der sozialen Ziele in der Haushaltsplanung gehen die hohen Steuereinnahmen allerdings, ökonomisch gesehen, in die falsche Richtung. Auch hier scheint kein akuter Reformdruck zu bestehen. Dies offenbart sich auch im Wachstumschancengesetz. Denn mehr als ein Tropfen auf den heißen Stein ist dieses Gesetz nicht. Dementsprechend betont die Bundesregierung auch, im Schatten einer angespannten Haushaltslage gebe es keinen Spielraum für spürbare Impulse. Dass die trotz hoher Steuereinnahmen angespannte Haushaltslage grundlegende Reformen auf der Ausgabenseite benötigt, wird weniger angesprochen.

Deutschland: Regierung fehlt es an effektiver Reformbereitschaft



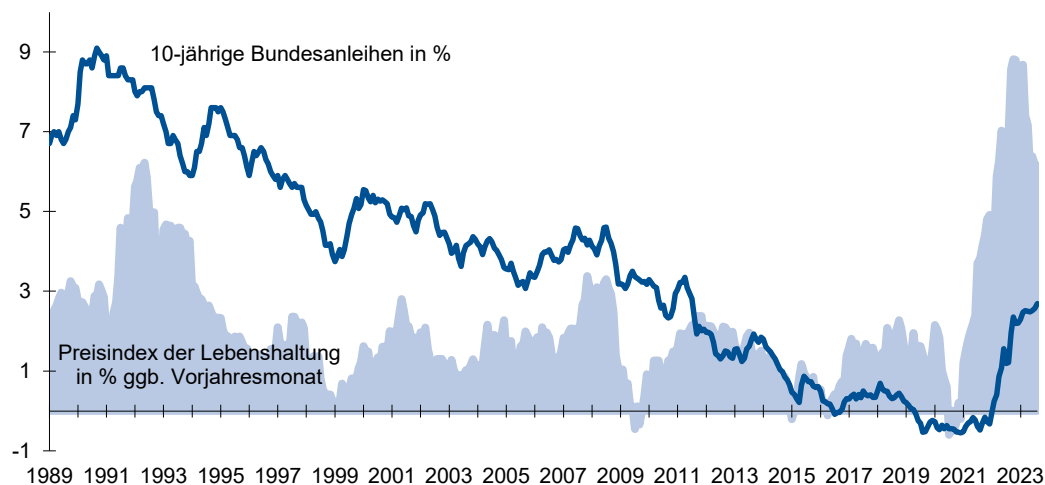
Quellen: Mannheim Tax Index 2022; OECD

Den Ernst der Lage nicht zu erkennen, führt zu einer falschen Sicherheit bzw. zu halbherziger Reformbereitschaft. Und private Investitionen werden, wenn sie denn im Schatten der Rezession überhaupt stattfinden, vor allem im Ausland getätigt. Deshalb könnte sich bei der erwarteten Konjunkturerholung in der zweiten Hälfte des Jahres 2024 die Investitionsdynamik nicht als der erhoffte dynamische Wachstumstreiber erweisen. In Folge dürfte die Erholung eher träge ausfallen und die Investitionsquote nicht in dem Maße ansteigen, wie es in vorigen Erholungsphasen zu erkennen war bzw. wie es die Transformation erfordert. Es besteht also die Gefahr, dass die geringe Reformbereitschaft dazu führen wird, dass die Investitionsdynamik selbst in einer konjunkturellen Erholungsphase eher schwach ausfallen wird. Die aktuelle Konjunkturertrübung belastet somit nicht nur den kurz- und mittelfristigen Wachstumspfad, sondern auch das Erreichen der Klimaziele.

Fazit: Die Stimmung der deutschen Unternehmen bleibt schlecht. Konjunkturelle Sorgen und strukturelle Herausforderungen belasten den Ausblick und damit auch die Attraktivität des Investitionsstandortes Deutschland. So könnte die aktuelle Eintrübung nicht nur das kurzfristige, sondern auch das mittelfristige Wachstum belasten – und dies bei einem bereits niedrigen Potenzialwachstum.

Dieses Umfeld ist allerdings auch eine Chance, um überfällige Reformen umzusetzen. Den dafür notwendigen Handlungsdruck erzeugt traditionell eine eskalierende Arbeitslosenquote, was allerdings aktuell nicht der Fall ist. Die Investitionsdynamik am Standort Deutschland lässt jedoch trotzdem wenig Zweifel an der Notwendigkeit, zu handeln. Die IKB erwartet in diesem Jahr einen Rückgang im deutschen Bruttoinlandsprodukt von 0,4 % und 2024 ein Wachstum von 0,3 %.

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank

Geldpolitik: ein entscheidender letzter Kraftakt der EZB

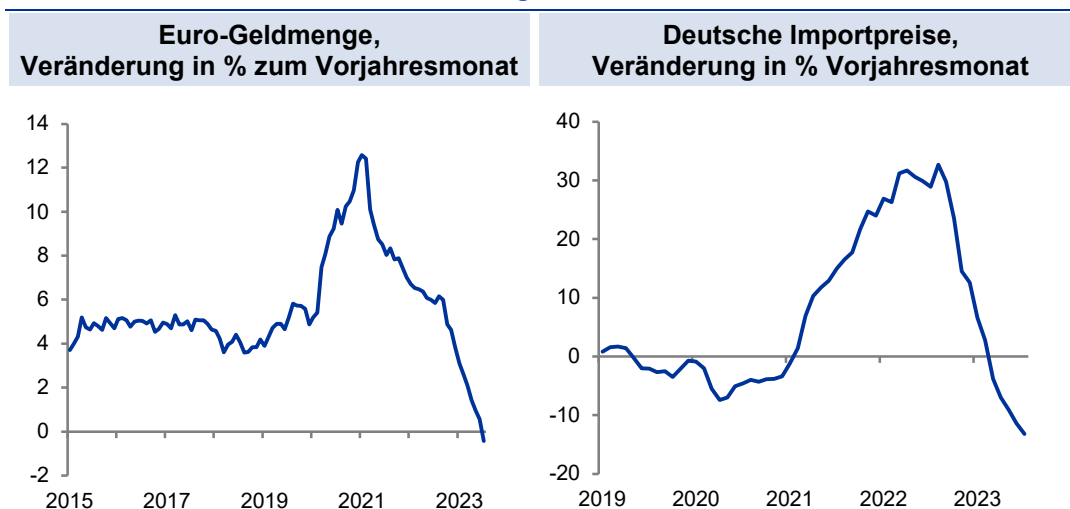
Die EZB betont immer wieder, dass sie bezogen auf ihre geldpolitische Entscheidung datenabhängig agiert. Inzwischen ist die Datenlage jedoch ziemlich überzeugend. Die Stimmungs- und Konjunkturindikatoren deuten auf eine erkennbare Abkühlung der europäischen Wirtschaft hin, und der Rückgang der breiten Geldmenge signalisiert eine nennenswerte effektive geldpolitische Straffung. Zudem ist angesichts des langen Transmissionsmechanismus der Geldpolitik von einer weiteren Konjunkturertrübung in den kommenden Monaten auszugehen. In diesem Umfeld schien die Phase der offensichtlichen Notwendigkeit weiterer geldpolitischer Straffungen vorüber zu sein, weshalb im Vorfeld der September-Sitzung die Meinungen über die nächsten Schritte der EZB sehr unterschiedlich ausfielen.

Inflationsausblick und Risiken – hat die EZB genug getan?

Die Frage in diesem Zusammenhang ist, ob die induzierte geldpolitische Straffung ausreicht, damit die Inflationsdynamik wieder konsistent und überzeugend zum Inflationsziel verläuft. Auch wenn aktuelle realwirtschaftliche Daten auf eine spürbare Abkühlung der Euro-Zone hindeuten, bestehen nach wie vor Aufwärtsrisiken für die Inflation. Denn: Zum einen bleibt es abzuwarten, wie die Fiskalpolitik auf eine Konjunkturschwäche reagieren wird. Hier geht es darum, ob fiskalische Ausgaben Transferzahlungen beinhalten, die vor allem auf die Nachfrage wirken, oder ob sie die Angebotsseite durch Investitionsanreize stärken. Zum anderen bleiben mögliche Lohnerhöhungen im Jahr 2024 und damit Zweit-rundeneffekte ein Unsicherheitsfaktor. In diesem Zusammenhang wird der Arbeitsmarkt eine zu beobachtende Größe sein. Lohnmoderation mag sich angesichts des Fachkräftemangels als schwierig herausstellen.

Bis dato erwies sich allerdings die Tariflohnentwicklung in Deutschland als moderat. Da Lohnverhandlungen jedoch von der vergangenen Inflation geprägt sind, sollte der Lohn- druck im Jahr 2024 hoch bleiben. Einmalzahlungen haben sicherlich dazu beigetragen, dass sich der Inflationsdruck weniger stark auf die Tariflohnentwicklung ausgewirkt hat, als es historische Beziehungen andeuten würden. Einmalzahlungen sind aber kein Schutz vor anhaltenden Reallohnverlusten und damit vor Lohndruck, weil der reale Einkommensverlust infolge anhaltend hoher Preise ja nur temporär gedämpft wird. Da keine Deflation zu erwarten ist, werden Lohnerhöhungen ein Thema bleiben.

Geldmenge und Preise



Quelle: FERI (Eurostat; Statistisches Bundesamt)

Letztmalig sind im Jahr 2003 infolge der Rezession in Deutschland Reallöhne spürbar gesunken. Damals stieg die Arbeitslosenquote deutlich, und die Anzahl der Erwerbstätigen sank um über 1 Mio. Personen. Eine derartige Entwicklung ist aber nur vereinbar mit einer tiefen und vor allem langanhaltenden Rezession.

Für das Vorgehen der EZB bleibt somit ihre Annahme über den Lohnverlauf entscheidend, bzw. ob die Euro-Zone in eine flache oder tiefe Rezession rutschen wird. Ob die EZB ein Soft-Landing der europäischen Konjunktur erreicht bzw. erreichen sollte, beruht maßgeblich auf den zukünftigen Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt. Aktuell hilft die Entwicklung der Importpreise, die schon länger sinken. Ebenfalls ist ein spürbarer Rückgang der Erzeugerpreise zu erkennen. Eines scheint allerdings eindeutig: Der Fokus darf nicht auf dem Versuch eines Soft-Landing liegen. Und da der Lohndruck auch im Jahr 2024 anhalten wird, ist keine schnelle Zinswende zu erwarten. Denn hierfür müssten nicht nur die Importpreise infolge einer globalen Rezession und fallender Rohstoffpreise weiter deutlich nachlassen. Die Situation auf dem Arbeitsmarkt müsste sich zudem klar verschlechtern und ein sinkendes Risiko von Zweitrundeneffekten andeuten. Dies mag eine mögliche Entwicklung darstellen. Allerdings kann die EZB die globale Konjunktur nicht beeinflussen. Sie kann nur die Nachfrage dämpfen und so Druck auf Unternehmen und den Arbeitsmarkt ausüben.

Tab. 1: EZB-Prognosen im Vergleich

	Alte EZB-Prognose, März 2023	Neue EZB-Prognose, Sept. 2023
BIP-Prognose in %		
2023	0,9	0,7
2024	1,5	1,0
2025	1,6	1,5
Inflationsprognose in %		
2023	5,3	5,6
2024	2,9	3,2
2025	2,1	2,1

Quelle: EZB

Zinsentscheidung und Erläuterung

Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen war der Rahmen klar gesteckt: Wenn die EZB die Zinsen nicht angehoben hätte, wäre eine klare Kommunikation der EZB nötig gewesen, um keine Zweifel an ihrer Glaubwürdigkeit und Handlungsbereitschaft aufkommen zu lassen, das Inflationsziel zu erreichen. Somit war der weitere Zinsanstieg wünschenswert. Die EZB hat damit signalisiert, dass nicht die Realwirtschaft und eine sich eintrübende Konjunktur im Fokus stehen, sondern der daraus folgende Einfluss auf die Inflation. Vor allem im Kontext der Risiken bezüglich des Arbeitsmarktes und der Fiskalpolitik ist es wichtig, die Glaubwürdigkeit und Entschlossenheit der EZB zu betonen: Nicht ein Soft-Landing, sondern das Inflationsziel von 2 % steht im Fokus. Allerdings dreht sich das aktuelle Inflationsschild doch deutlich, sodass mit einem spürbaren Rückgang der Inflationsrate bis Anfang 2024 zu rechnen ist, und zwar nicht nur aufgrund von Basiseffekten.

Da ein Zinsanstieg um 25 bp im Kontext der bereits induzierten Straffung einen überschaubaren realwirtschaftlichen Einfluss hat, jedoch eine deutliche Signalwirkung bezüglich der EZB-Entschlossenheit sendet, war eine weitere Straffung heute erforderlich. Vor allem, um das lange Ende der Zinskurve bzw. Inflationserwartungen einzufangen. Denn noch immer gibt es eine Anzahl von Prognostikern, die eine mittelfristige Inflationsrate von über 2 % erwarten.

Aus dieser Sicht ist der jüngste Zinsanstieg von 25 bp zu begrüßen. Mit ihm beugt die EZB auch Spekulationen über weitere Zinsschritte vor: Die „terminale rate“ scheint nun erreicht zu sein, was sich mit der Konjunktüreintrübung mehr und mehr bestätigen sollte. So ist mit einer zunehmend inversen Zinskurve durch das lange Ende zu rechnen – auch getrieben durch weniger Zweifel über die EZB und das Erreichen des Inflationsziels. Die EZB verweist im Kontext der Unsicherheiten darauf, dass sie in Abhängigkeit der Daten agiert. Gerade aus diesem Grund war es heute nötig, die Zinsen anzuheben. Schließlich geht es nicht um einen gigantischen Zinsschritt, ausgehend von einem hohem Zinsniveau, sondern um die Sicherstellung eines Risikoprofils, das für das Inflationsziel spricht.

Fazit: Die EZB hat mit ihrer Zinserhöhung die Erwartung gestärkt, dass das Inflationsziel durch ihre Politik und nicht infolge der Umstände erreicht wird. Sie hat dadurch für mehr Sicherheit gesorgt: Das im aktuellen Zinszyklus höchste Niveau scheint nun erreicht zu sein. Wie lange die Zinsen auf diesem Niveau verweilen werden, hängt jedoch stark von der weiteren Entwicklung der makroökonomischen Rahmenbedingungen und des Arbeitsmarktes ab. Angesichts einer deutlichen Konjunktüreintrübung erachtet die IKB erste Zinssenkungen Mitte 2024 für nicht völlig ausgeschlossen.

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

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

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

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr²⁾

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

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen in %³⁾

	25. Sep	Ende 2023	Ende 2024
3M-Euribor	3,98	4,1	3,4
3M-USD-Libor	5,66	5,7	4,2
10-Jahre Bund	2,80	2,5	2,3
10-Jahre U.S. Treasury	4,49	3,8	3,2

Tabelle 4: Währungen, 1 Euro = ...⁴⁾

	25. Sep	Ende 2023	Ende 2024
EUR/USD	1,06	1,04	1,08
EUR/GBP	0,87	0,85	0,90
EUR/JPY	158	155	148
EUR/CHF	0,97	0,98	1,04
EUR/HUF	391	395	415
EUR/CZK	24,4	24,3	25,2
EUR/TRY	29,0	32,2	31,0
EUR/PLN	4,59	4,55	4,60
EUR/RUB	102,2	102,0	97,0
EUR/MXN	18,3	18,6	22,0
EUR/ZAR	19,9	21,5	21,2
EUR/CNY	7,78	7,90	7,80
EUR/CAD	1,43	1,45	1,40
EUR/AUD	1,66	1,66	1,60

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

Disclaimer

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

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

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

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

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

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

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

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

September 2023

Herausgeber:

Rechtsform:

Sitz:

Handelsregister:

Vorsitzender des Aufsichtsrats:

Vorsitzender des Vorstands:

Vorstand:

IKB Deutsche Industriebank AG

Aktiengesellschaft

Düsseldorf

Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Dr. Karl-Gerhard Eick

Dr. Michael H. Wiedmann

Dr. Patrick Trutwein, Steffen Zeise