

IKB Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

November 2023

Deutsche Wirtschaft: Ohne Schwung, Politik verunsichert zudem 2

Konjunkturschwäche wird sich fortsetzen • Wirtschaft kann sich nur mit Mühe aus Schwächephase befreien • Restriktive Geldpolitik und außenwirtschaftliches Umfeld werden Konjunktur 2024 dämpfen • Haushaltskrise erhöht Abwärtsrisiken

Finanzstabilität und Geldpolitik: Erhöhte Risiken, Inflationsziel weiter im Blick 5

Straffe Geldpolitik zeigt Wirkung • Risiken für Finanzstabilität haben sich erhöht • Engt sich damit Handlungsspielraum für die EZB ein? • Finanzsystem ist widerstandsfähiger geworden • EZB-Zinssenkung ist 2024 möglich

Konjunktur: Haushaltskrise – als ob es nicht genug Gegenwind gibt 6

Bundesverfassungsgerichtsurteil löst Haushaltskrise aus • Stimmungsaufhellung nur von kurzer Dauer • Ambitionierte Transformationsziele sind ohne zielgerichtete und effektive Politikunterstützung nicht erreichbar

Industrieausblick: „Weiter so“ ist keine Option 9

2024 dürfte die deutsche Industrie das dritte Jahr in Folge schrumpfen • Erwartete Konjunkturbelebung wird nicht ausreichen, um weiteres Minus und mögliche De-Industrialisierung zu verhindern • Tiefgreifende Reformen am Standort sind gefragt

Wie stark können Bundrenditen sinken? 12

Lediglich ein Rückgang der Inflation wird Bundrenditen nicht senken • Inverse Zinskurve lässt wenig zu • Vor allem US-Konjunkturreintrübung wird US-Zinsen und damit Bundrenditen zum Sinken bringen

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: Ohne Schwung, Politik verunsichert zudem

Der deutschen Wirtschaft fehlen nach wie vor konjunkturelle Impulse. So ist die Wirtschaftsleistung im dritten Quartal 2023 saisonbereinigt um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal leicht zurückgegangen. Die Industrie litt dabei unter der schwachen Auslandsnachfrage und den Folgen des vorangegangenen Energiepreisschocks. Zudem nahmen die Auftragspolster weiter ab und fingen den Nachfragerückgang zunehmend weniger auf. Der Außenhandel verlief ebenfalls schwach; sowohl Import als auch Exporte sanken.

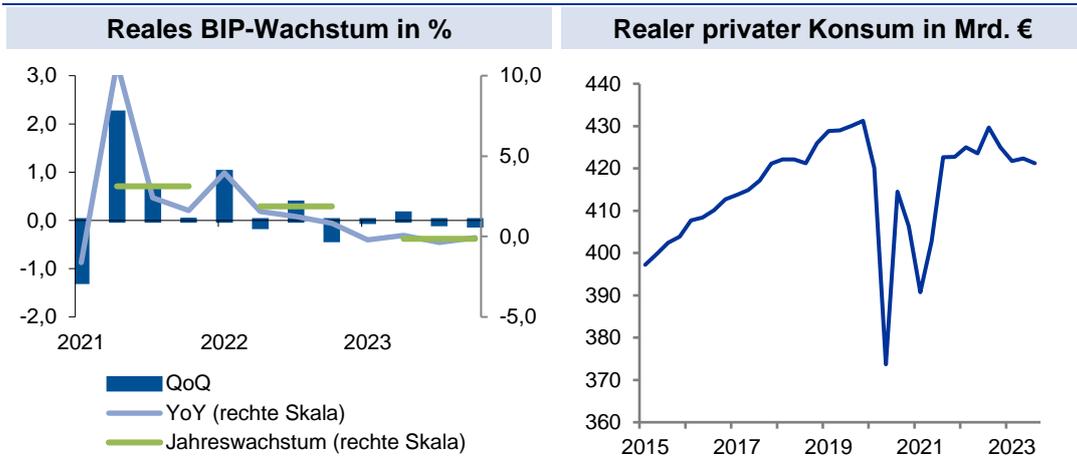
Des Weiteren zeigte sich der private Konsum nach wie vor schwunglos. Trotz kräftiger Lohnsteigerungen, rückläufiger Inflationsraten und einer stabilen Beschäftigung ergab sich noch kein Plus beim real verfügbaren Einkommen (saisonbereinigt).

Positive Impulse kamen dagegen von den Investitionen: In Ausrüstungen – also Maschinen, Geräte und Fahrzeuge – wurde im dritten Quartal 2023 1,1 % mehr investiert als im Vorquartal. Dabei waren es vor allem öffentliche Ausgaben, die ausgeweitet wurden. Die gewerblichen Ausrüstungsinvestitionen legten dagegen nur leicht zu. Die schwache Industriekonjunktur, gestiegene Finanzierungskosten und anhaltende Unsicherheit dämpften die Investitionsneigung der Unternehmen. Darauf deuten sowohl die Importe von Investitionsgütern als auch die im Inland erzielten preisbereinigten Umsätze der Hersteller von Investitionsgütern hin: Beide gingen zurück. Stützend wirkten hier noch die Investitionen in Kfz und Maschinen. Die inländischen realen Umsätze in diesen Branchen stiegen merklich an. Dazu passt auch der starke Anstieg der gewerblichen Kfz-Zulassungen laut Verband der Deutschen Automobilindustrie. Dieser wurde allerdings durch Vorzieheffekte bei gewerblich genutzten Elektroautos im Vorfeld der seit September reduzierten staatlichen Förderung getrieben.

Der negative Trend bei den Wohnungsbauinvestitionen setzte sich aufgrund der gestiegenen Finanzierungs- und Baukosten fort, sie sanken erneut. Auftrieb gab es dagegen bei den gewerblichen Bauinvestitionen.

Angesichts fehlender Impulse für das Abschlussquartal dürfte das BIP im vierten Quartal erneut leicht schrumpfen. Für das Gesamtjahr 2023 ergibt sich dann für die Wirtschaftsleistung ein Minus von 0,1 %. Die deutsche Wirtschaft wird nach wie vor Mühe haben, sich aus ihrer anhaltenden Schwächephase zu befreien. Dabei birgt die aktuelle Haushaltskrise Potenzial für zusätzliche Dämpfer aufgrund der gestiegenen Verunsicherung.

Deutschland: Wirtschaft ohne Schwung

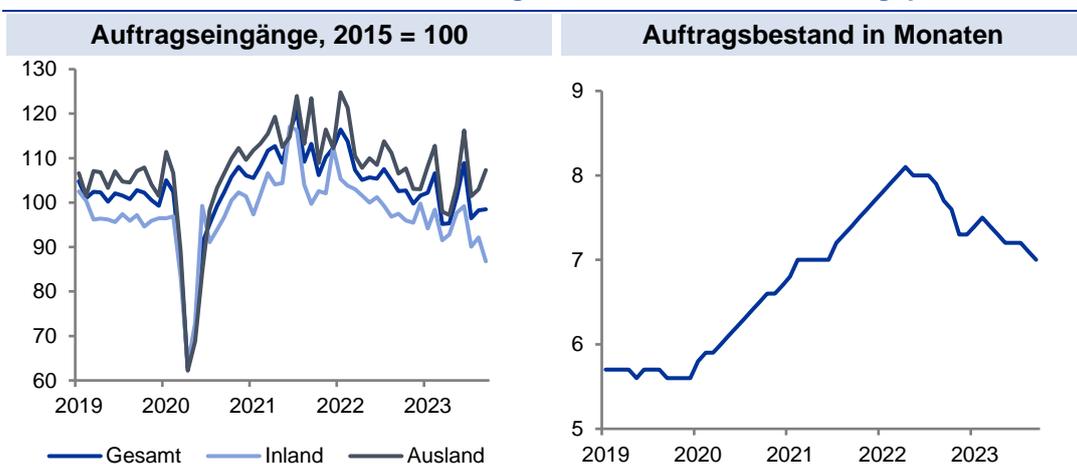


Quellen: Feri (Statistisches Bundesamt); IKB-Schätzung BIP Q3

Erst im Verlauf von 2024 sollte die Binnenkonjunktur allmählich Tritt fassen, wenn die realen Nettoeinkommen der privaten Haushalte aufgrund der hohen Lohnsteigerungen und des nachlassenden Preisdrucks steigen. Der private Konsum bleibt aber ein Unsicherheitsfaktor, so fällt das Konsumklima weiterhin gedämpft aus, und die höheren Zinsen in Verbindung mit der Verunsicherung könnten die Sparneigung zu Lasten des Konsums erhöhen. Die Industrie agiert nach wie vor unter widrigen Bedingungen. Die schwache Auslandsnachfrage bremst nach wie vor ihre Produktion. Zudem dürften die stützenden Effekte durch das Abbauen der Auftragsbestände weiter nachlassen. Aber es gibt erste zaghafte Anzeichen für eine zögerliche Besserung nach dem Jahreswechsel. So deutet die Grundtendenz in den Auftragsengängen darauf hin, dass die Auslandsnachfrage die Talsohle erreicht haben könnte. Im Baugewerbe gibt es hingegen noch keine Aussichten auf eine kurzfristige Verbesserung. Die gestiegenen Finanzierungs- und Baukosten in Verbindung mit zahlreichen Stornierungen lasten weiter schwer auf der Nachfrage nach Bauleistungen, und es ist mit einer rückläufigen Produktion zu rechnen.

Insgesamt dürfte die deutsche Wirtschaft im nächsten Jahr nur sehr leicht um 0,4 % zulegen, wobei die Abwärtsrisiken insbesondere vor dem Hintergrund der aktuellen Haushaltskrise wieder gestiegen sind, denn Unsicherheit ist kein günstiges Umfeld für Konsumenten und Investoren. Ob die Trendwende gelingt, wird also zunehmend von der Politik abhängen.

Deutschland: Schwache Nachfrage und schwindendes Auftragspolster



Quelle: Feri (Statistisches Bundesamt)

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank

Finanzstabilität und Geldpolitik: Erhöhte Risiken, Inflationsziel weiter im Blick

Drastische Anpassungen der Geldpolitik sorgen oftmals für Disruptionen im Finanzsektor und in der Realwirtschaft. Wie zum Beispiel Anfang der 1980er-Jahre, als die Fed die Inflationsbekämpfung endlich ernst nahm, ihre Zinsen drastisch an hob und so die südamerikanischen Länder in die Schuldenkrise stürzte. Auch zwischen 2004 und 2007 haben Fed-Zinsanhebungen zu Stress an den Märkten und damit zur Immobilien- und Finanzkrise in den USA geführt. Allerdings waren es auch Fehleinschätzungen über die Folgen eigener Entscheidungen, die zur Krise im Finanzsystem gesorgt haben. Hier gilt die Lehman-Insolvenz, die zu einem enormen Vertrauensverlust im Finanzsektor führte, als mahnendes Beispiel. Heute besteht hingegen nicht nur eine proaktivere und wachsamere Aufsicht, sondern es gibt auch striktere Anforderungen wie Stresstests, höhere Eigenmittel- sowie Liquiditätspuffer, die für ein robusteres Finanzsystem sorgen.

Dennoch hatte auch die Anfang 2022 eingeleitete und im historischen Vergleich drastische geldpolitische Wende in den USA disruptive Folgen, wie sich im Frühjahr 2023 u. a. an den Problemen der *First Republic Bank* zeigte. So ist es nicht überraschend, dass sich EZB und Bundesbank in ihren aktuellen Finanzstabilitätsberichten besonders mit den möglichen Auswirkungen der geldpolitischen Straffung auseinandersetzen. Sie betonen beide das herausfordernde Umfeld für Banken und Vermögensmärkte und rechnen mit zunehmendem Druck auf die Profitabilität der Banken. Denn zum einen steigen die Ausfallraten in den Kreditbüchern, und zum anderen ergeben sich infolge steigender Renditen sowie Risikoprämien Bewertungsverluste in den Anleiheportfolien. Hinzu kommt der Immobilienmarkt, der vor allem im gewerblichen Bereich deutliche Preiskorrekturen zeigt und zu weiteren Insolvenzen im Immobilien- und Bausektor führen wird. Aufgrund der niedrigen Zinsbindung bei Gewerbeimmobilienkrediten sind vor allem diese Unternehmen anfälliger für steigende Zinsen. So besteht auch in Deutschland nach Jahren steigender Immobilienpreise infolge der niedrigen Zinsen die Gefahr von disruptiven Korrekturen. Laut Bundesbank ist der Anpassungsprozess im Immobiliensektor – vor allem bei Gewerbeimmobilien – noch nicht abgeschlossen, und die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung sind für die Realwirtschaft noch nicht völlig abschätzbar.

Dies gilt vor allem auch deshalb, weil sich die US-Abkühlung und ihre Folgen für viele deutsche Exportunternehmen erst noch zeigen werden. Auf der anderen Seite besteht die

USA: Fed Funds Rate, in %



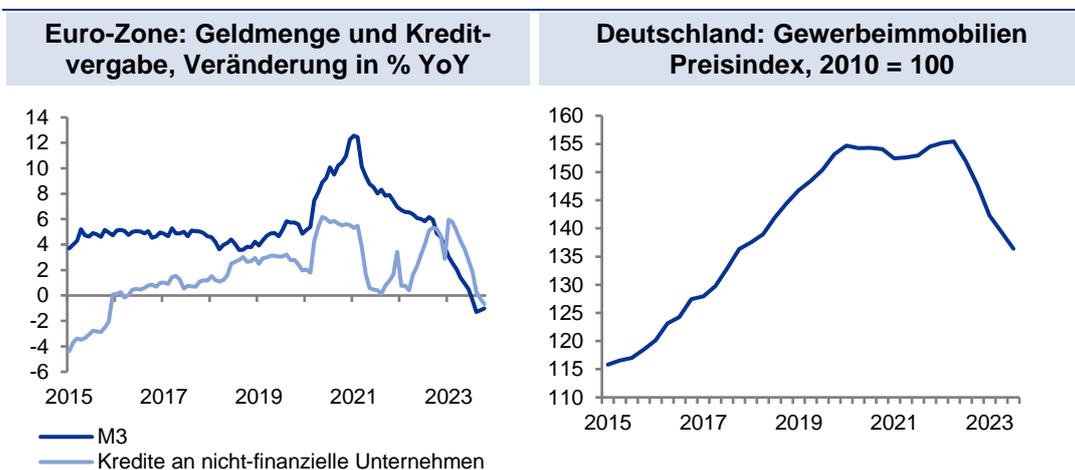
Quelle: Bloomberg

Hoffnung, dass die chinesische Konjunktur im Jahr 2024 mehr und mehr Tritt fasst. Dennoch erwartet die IKB ein niedriges globales Wachstum im kommenden Jahr und somit wenig Unterstützung für die Bewertung von Unternehmensbonitäten sowie Vermögenswerten wie Immobilien.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, wie robust das Finanzsystem ist, um der EZB uneingeschränkten Handlungsspielraum für das Erreichen ihres Inflationsziel zu geben? Sollten sich nach Jahren negativer Zinsen die zunehmenden Auswirkungen der geldpolitischen Wende für das Finanzsystem als zu herausfordernd darstellen, um konsequent das Inflationsziel anzustreben? Trotz aktuell nur schwer einschätzbarer Korrekturen am Immobilienmarkt gibt es valide Argumente, warum die systemrelevante Stabilität im europäischen Finanzsystem nicht gefährdet ist. Zum einen ist es der Fokus der Notenbanken auf die Stabilität des Finanzsystems, was ein proaktives Handeln sicherstellt und die Gefahr der Nachlässigkeit entgegenwirkt. Seit der Finanzkrise gibt es auch eine Vielzahl von Anforderungen an Kennziffern, die Bankbilanzen robuster gemacht haben. Das überzeugendere Argument ist allerdings die aktuelle Geldmengenentwicklung in der Euro-Zone. Das Sinken der Geldmenge zeigt, dass die geldpolitische Ausrichtung außerordentlich straff ist und es aktuell wenig Argumente für weitere Zinsanhebungen der EZB gibt. Wie die Notenbanken allerdings betonen, ist die Straffung noch nicht vollständig in der Realwirtschaft angekommen.

Die IKB erwartet vor dem Hintergrund der schwachen Konjunktur und Kreditnachfrage erste EZB-Zinssenkungen in der zweiten Hälfte 2024. Die deutsche Inflationsrate sollte im Schnitt unter 3 % im Jahr 2024 liegen.

Geldpolitische Straffung zeigt Wirkung



Quellen: FERI (EZB); VDP YoY = zum Vorjahreszeitraum

Konjunktur: Haushaltkrise – als ob es nicht genug Gegenwind gibt

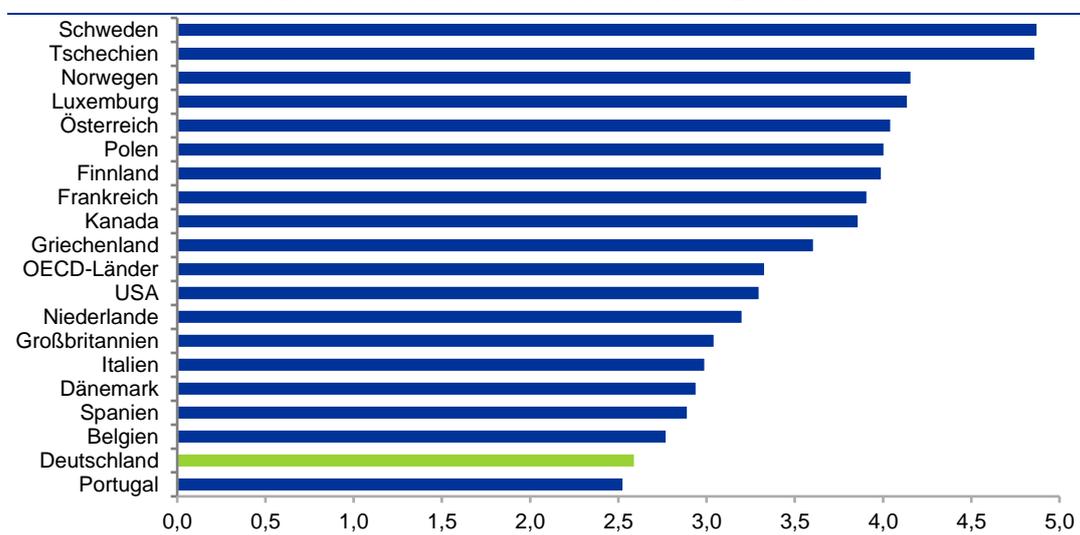
Fazit: Fehlende Impulse von der Wirtschaftspolitik, aber auch die breite konjunkturelle Abschwächung erhöhen das Risiko einer erneuten Stimmungseintrübung. Dies gilt vor allem angesichts der ambitionierten Transformationsziele, die ohne eine zielgerichtete und effektive Unterstützung durch die Politik nicht erreichbar sind. Nach der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichtes vom 15. November ist es zunehmend zweifelhaft, ob sich die Konjunkturertrübung kurzfristig zu einem Katalysator für Veränderung entwickeln wird.

Zwar sollte sich mit der erwarteten Konjunkturerholung im Jahr 2024 die Stimmung in Deutschland verbessern. Wie nachhaltig diese Aufhellung ausfallen wird, bleibt jedoch abzuwarten. Noch erhält die Stimmung der Unternehmen viel Gegenwind – konjunkturell wie strukturell.

Bundesverfassungsgericht und Schuldenbremse: Als ob es nicht schon genug Gegenwind gibt

Der Klima- und Transformationsfonds (KTF) sollte mit einer Summe von 60 Mrd. € aus den Corona-Hilfen finanziert werden. Laut Urteil der Verfassungsrichter dürfen Mittel, die der Bund 2021 ursprünglich zur Bekämpfung der Corona-Krise bereitgestellt hatte, jedoch nicht für den KTF genutzt werden. Denn Notkredite bzw. die Aufhebung der Schuldenbremse seien nur möglich, wenn eine Notsituation bestehe. Das Urteil bestätigt die Schuldenbremse und gibt klare Vorgaben, wann die Ausnahmeklausel der Schuldenbremse genutzt werden darf. Mit dem Urteil stehen dem KTF 60 Mrd. € weniger zur Verfügung.

Abb. 1: Staatliche Investitionen in % zum BIP



Quelle: OECD

Die Bundesregierung hat klare Klimaziele für die Wirtschaft und insbesondere für die Industrie definiert. Diese Ziele erfordern eine Transformation des Kapitalstocks und damit weitreichende Abschreibungen sowie Neuinvestitionen. Von Unternehmen wird erwartet, bei Technologie und Geschäftsmodellen ins Risiko zu gehen. Um die Transformationsdynamik in Gang zu bringen bzw. zu beschleunigen, sind deshalb auch Anreize durch den Staat gefragt, etwa durch Subventionen oder durch staatliche Investitionen. Trotz des enormen Erneuerungsbedarfs ist aber sowohl die private als auch die staatliche Investitionsquote zu niedrig. Dennoch bestimmt die Schuldenbremse, die nur auf die Gesamtausgaben abstellt, den staatlichen Finanzierungsspielraum.

Da es bei der Schuldenbremse nur um die Begrenzung der Nettokreditaufnahme geht, also letztlich um die Gesamtausgaben, und da soziale Leistungen nur selten zurückgefahren werden, führt eine konsequente Anwendung der Schuldenbremse zu einer Verdrängung von Investitionen. Außerdem gibt die derzeitige Ausgestaltung der Schuldenbremse dem Staat nur Handlungsspielraum in Notlagen. Wenn es darum geht, in Krisenzeiten die Wirtschaft zu stützen, kann die Schuldenbremse ausgesetzt werden – was aus Stabilitäts Gesichtspunkten sicherlich zu befürworten ist. Geht es aber um strukturelle Herausforderungen und damit mehrjährige Vorhaben, greift die Schuldenbremse wieder und engt das Handlungspotenzial des Staates zur Stärkung des Potenzialwachstums ein. Die negativen Folgen sind in den letzten Jahren klar zu Tage getreten. In den Jahren mit negativen Zinsen konnte der Staat nicht die Gelegenheit nutzen, mit „billigem“ Kapital seine Investitionsquote deutlich auszuweiten und strukturelle Herausforderungen voranzutreiben, wie den sozialen Wohnungsbau, Infrastrukturmaßnahmen oder auch die Digitalisierung. Der Fokus auf die Schuldenbremse hat in diesen Jahren die Möglichkeiten des Staates verringert, das Wachstumspotenzial der deutschen Wirtschaft durch eine höhere Investitionsquote und damit ein höheres Defizit zu stärken. Auch konnten nicht mit Hilfe von „billigem Kapital“ Rücklagen für Investitionen in der Zukunft gebildet werden. Und das Bundesverfassungsgericht hat auch jetzt klar geurteilt: Die Ausnahmeklausel der Schuldenbremse darf nicht genutzt werden, künftige öffentlich Haushalte vorzufinanzieren – auch wenn es vor dem Hintergrund des hohen Investitionsbedarfs sowie negativer Zinsen Sinn gemacht hätte. Sinnvoll wäre hingegen eine Schuldenbremse für nicht-wachstumsfördernde Ausgaben wie Sozial- bzw. Transferzahlungen. Dies würde eine Verdrängung von Investitionen verhindern und eine Investitionsplanung erlauben, die der Transformation gerecht wird.

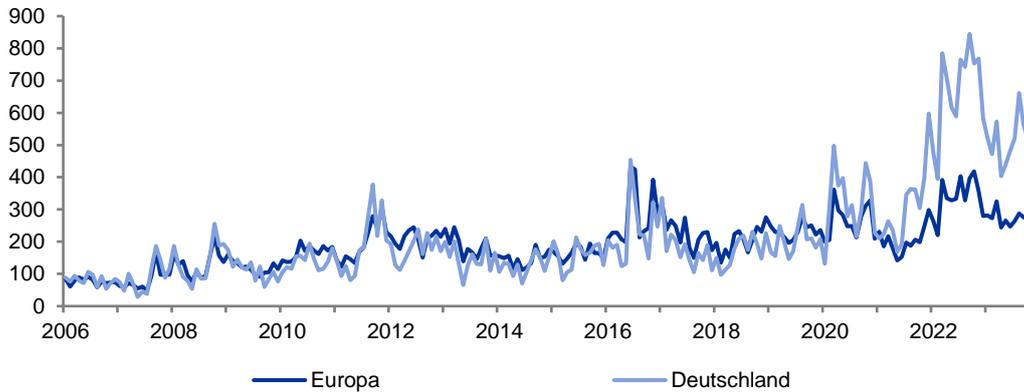
Außerdem stellen die Transformation unserer Wirtschaft bzw. das Erreichen der gestellten Klimaziele ebenfalls eine potenzielle Notlage bzw. Krise für den Wirtschaftsstandort dar. Auch wenn die zeitlichen Auswirkungen nicht konkret definiert werden können, besteht Handlungsbedarf. Schließlich geht es darum, das Potenzialwachstum zu steigern und damit auch die langfristige Schuldentragfähigkeit zu sichern. Zur Erinnerung: Der Sachverständigenrat prognostiziert in seinem jüngsten Gutachten für die nächsten zehn Jahre ein Potenzialwachstum für die deutsche Wirtschaft von 0,4 % pro Jahr. Finden also keine tiefgreifenden Veränderungen statt, wird die deutsche Wirtschaft auf Sicht stagnieren, was wiederum keine erfolgreiche Transformation erlaubt. Die einzige Stellschraube, die neben Steueranreizen dem direkten Einfluss des Staates unterliegt, sind Investitionen.

Am Ende ist es Wachstum, das die Schuldenquoten eines Landes stabilisiert bzw. reduziert. Eine Fiskalpolitik, die Wachstum durch höhere private wie staatliche Investitionen fördert, ermöglicht deshalb im Kontext des niedrigen Potenzialwachstums ein solideres Haushalten als die Anwendung der Schuldenbremse. Aufgrund des notwendigen privaten sowie öffentlichen Investitionsbedarfs sollte sich die Fiskalpolitik deshalb dem Ziel einer erfolgreichen Transformation unserer Industrie und Wirtschaft unterordnen, sonst wird die Transformation nicht gelingen, und in Folge wird die Schuldenquote aufgrund hoher Sozialausgaben und schwachen Wachstums sogar ansteigen.

ifo Geschäftsklima: Aufhellung nur von kurzer Dauer

Was hat das mit der Stimmung in der deutschen Wirtschaft zu tun? Insgesamt scheint sich seit der Energiekrise eine erhöhte Unsicherheit bezüglich der Wirtschaftspolitik auszubreiten – absolut und relativ zu anderen Ländern in Europa. Umfragen betonen zudem immer wieder, dass fehlende Planungssicherheit die Stimmung am Standort Deutschland belastet und Investitionen verhindert. Aus dieser Sicht war das Urteil aus Karlsruhe klar kontraproduktiv, auch wenn hoffentlich bald Finanzierungslösungen für den KTF gefunden werden.

Abb. 2: Wirtschaftlicher Unsicherheitsfaktor, Index

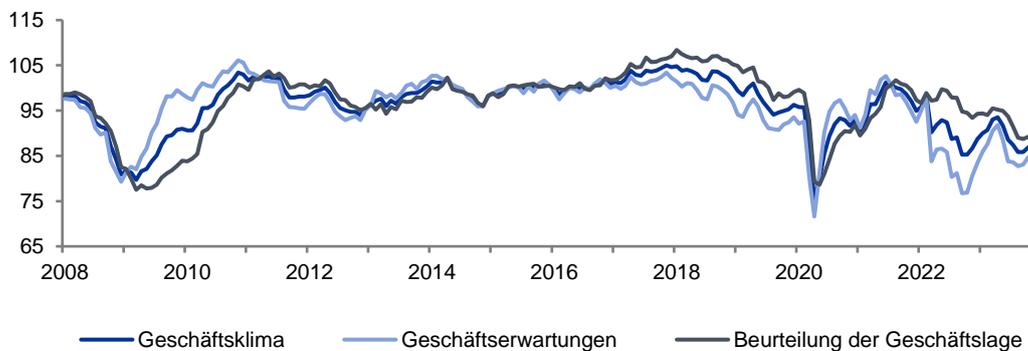


Quelle: Policy Uncertainty Index

Die jüngsten wirtschaftspolitischen Entwicklungen werden eine baldige Erholung des ifo Geschäftsklimas sicherlich nicht fördern. Gleiches gilt für die Folgen der europäischen geldpolitischen Straffung bzw. die absehbare Abkühlung der US-Wirtschaft. Kurzfristig bleibt nur die chinesische Konjunktur ein möglicher Stimmungsaufheller. Doch das ifo Geschäftsklima zeigt schon länger einen strukturellen Rückgang. So ist ein negativer Trend bereits seit 2018 zu erkennen, der mit dem Beginn des tendenziellen Produktionsrückgangs des Verarbeitenden Gewerbes einhergeht. Mit der erhöhten Unsicherheit infolge der Transformation, fehlender fiskalischer Planungssicherheit, aber auch aufgrund der Konjunkturentwicklung ist weiterhin von einem Verharren der Stimmung auf niedrigem Niveau auszugehen.

So ist das ifo Geschäftsklima zwar im November erneut leicht um 0,4 Punkte angestiegen, eine grundlegende Stimmungswende ist daraus aber nicht abzuleiten. Auch dürfte sich das Urteil aus Karlsruhe vom 15. November bisher erst wenig auf das Geschäftsklima ausgewirkt haben. Das könnte sich aber bereits in der Dezember-Umfrage ändern – je nachdem, wie schnell die Politik das Haushaltsproblem löst. Zudem gilt grundsätzlich: Die seit 2018 anhaltende strukturelle Eintrübung hat weiter Bestand. Mit einer nennenswerten Aufhellung ist erst im Verlauf von 2024 zu rechnen. Neben der Konjunkturerwartung bleiben hierfür vor allem die Signale aus Berlin entscheidend.

Abb. 3: ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



Quelle: Bloomberg

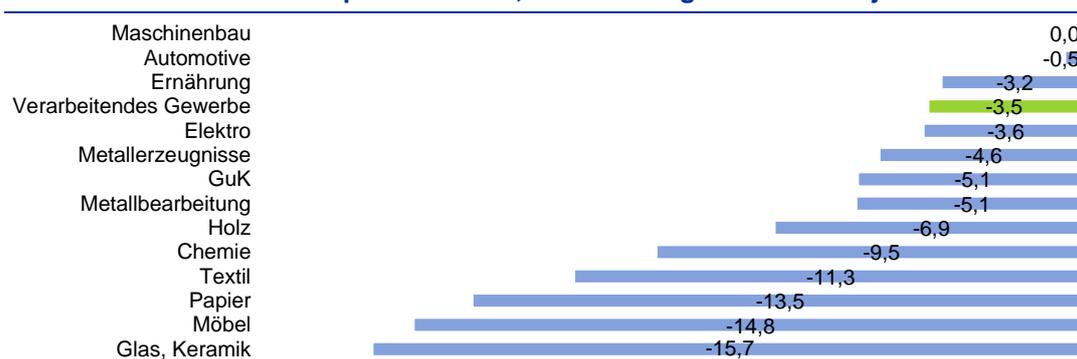
Industrieausblick: „Weiter so“ ist keine Option

Fazit: Der aktuelle Konjunkturausblick für 2024 deutet auf einen weiteren Rückgang der Produktion des Verarbeitenden Gewerbes hin. Damit würde die Industrieproduktion das dritte Jahr in Folge sinken, und alle wichtigen Branchen wären betroffen, insbesondere die Automobilindustrie. Auch wenn sich die Konjunktur im Verlauf des nächsten Jahres beleben sollte, ohne greifende Reformen gibt gerade der mittelfristige Ausblick Grund zur Sorge.

Denn der Sachverständigenrat schätzt das Potenzialwachstum in Deutschland für die kommende Jahre auf nur noch 0,4 %. Dies würde einen jährlichen Produktionsrückgang des Verarbeitenden Gewerbes am Standort Deutschland mit sich bringen. Hoffen auf eine baldige Konjunkturerholung allein reicht deshalb nicht aus, um einer möglichen De-Industrialisierung mittelfristig entgegenzuwirken.

Auch wenn monatliche Produktionszahlen des Verarbeitenden Gewerbes oftmals volatil sind, sprechen die September-Daten eine klare Sprache. Sie bestätigen, was schon längst bekannt ist: Die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes am Standort Deutschland ist rückläufig.

Abb. 1: Produktion September 2023, Veränderung in % zum Vorjahresmonat



Quelle: FERI (Statistisches Bundesamt)

Neben bekannten Problemen wie Lieferengpässe und hohe Energiekosten ist eine schwache Nachfrage hinzugekommen. Vor allem letztere sollte die Produktion in der nahen Zukunft prägen. Denn der Konjunkturausblick deutet auf keine kurzfristige Belebung hin. Im Gegenteil: In den USA sollte sich die Konjunktur spürbar abkühlen, während die Folgen der geldpolitischen Straffung in der Euro-Zone noch in den kommenden Quartalen zu spüren sein werden. Die Folgen möglicher Zinssenkungen werden sich sogar frühestens 2025 zeigen. Mit der allgemeinen Nachfrageschwäche sollten sich verstärkt Produktionsrückgänge in nahezu allen Branchen zeigen. Selbst die Elektroindustrie, die dem negativen Produktionstrend seit 2018 immer noch trotzen konnte, verzeichnet aktuell einen Rückgang. Auf welchem kurz- und mittelfristigen Wachstumspfad befindet sich die deutsche Industrie also vor dem Hintergrund der aktuellen Konjunkturprognosen? Und wie stellt sich der Ausblick für wichtige Branchen dar?

Empirische Analysen deuten darauf hin, dass Veränderungen der allgemeinen Konjunkturentwicklung ein entscheidender Erklärungsfaktor für Produktionsveränderungen der Industrie und einzelner Branchen sind. Der langfristige oder potenzielle Wachstumspfad wird zwar von strukturellen, also Angebotsfaktoren bestimmt. Doch auch hier ist eine enge Beziehung zwischen der Konjunktur und dem Verarbeitenden Gewerbe festzustellen. Besteht eine konkrete Einschätzung über die kurz- und langfristigen Konjunkturaussichten, ergeben sich daraus Rückschlüsse für den Industrieausblick. Volkswirte sind sich einig, dass

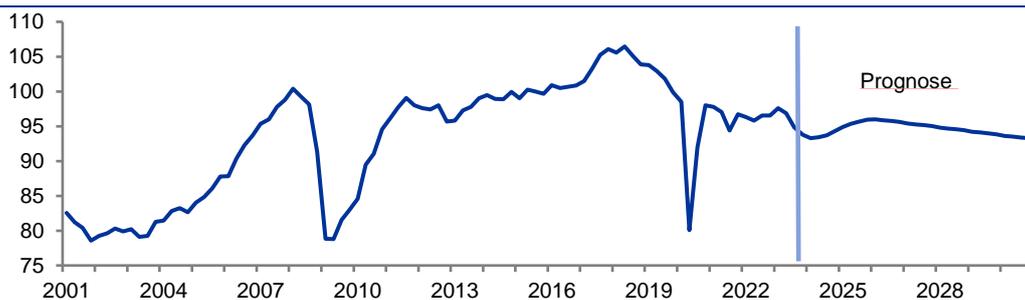
die deutsche Wirtschaft im Jahr 2023 schrumpfen und sich im Jahr 2024 nur moderat erholen wird. Das aktuelle Jahresgutachten des Sachverständigenrats erwartet für die deutsche Wirtschaft einen leichten BIP-Rückgang von -0,4 % im Jahr 2023 und ein Plus von 0,7 % im Jahr 2024. Im Allgemeinen sehen fast alle Prognostiker für das kommende Jahr eine Null vor dem Komma, was effektiv eine Stagnation bedeutet. Auch die IKB geht von einem Wachstum von nur 0,4 % im kommenden Jahr aus. Im Verlauf von 2024 wird dann allgemein von einer Belebung ausgegangen. Die IKB erwartet für das Jahr 2025 ein BIP-Wachstum von um die 2 %. Wie stellt sich nun im Kontext der aktuellen kurz- und mittelfristigen Konjunkturerwartungen der Ausblick für das deutsche Verarbeitende Gewerbe dar?

Für 2024 deutet die allgemeine Konjunkturprognose auf einen erneuten Rückgang der Industrieproduktion hin – das wäre der dritte in Folge. Der seit 2018 anhaltende negative Trend der Produktion am Standort Deutschland würde sich also 2023 und 2024 fortsetzen. In diesem und im kommenden Jahr würde die Produktion um 0,5 % bzw. um über 2 % sinken. Für eine grundsätzliche Trendumkehr bräuchte es eine spürbare und vor allem anhaltend kräftige konjunkturelle Erholung. Die IKB-BIP-Prognose von 2 % im Jahr 2025 würde zwar ein Wachstum für das Verarbeitende Gewerbe von über 3 % andeuten. Damit ergäbe sich aber nur ein U-Verlauf bei der Produktion und sicherlich keine grundsätzliche Trendwende, denn für den gesamten Zeitraum 2020 bis 2025 würde das Verarbeitende Gewerbe auf Basis dieser Konjunkturprognose bestenfalls stagnieren (s. Abb. 2).

Der Sachverständigenrat schätzt das deutsche Potenzialwachstum in den nächsten 10 Jahren auf 0,4 %. Ergeben sich also keine gravierenden Fortschritte bei der Anzahl der Erwerbstätigen, bei Investitionsverhalten, Produktivitätswachstum und Technologie, wird die deutsche Wirtschaft in den nächsten 10 Jahren um nur 0,4 % pro Jahr wachsen. Laut dem Sachverständigenrat ist Deutschland also de facto auf dem Weg in die Stagnation bzw. zum bestenfalls marginalen Wachstum. Kein Wunder, dass der Sachverständigenrat wieder einmal die Notwendigkeit von Reformen betont und eine Reihe von Vorschlägen unterbreitet. Denn weitreichende Veränderungen bei allen Wachstumstreibern scheinen notwendig zu sein, um das Potenzialwachstum zu verbessern.

Abb. 2 zeigt die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes auf Basis der IKB-Prognose von 0,4 % BIP-Wachstum im Jahr 2024, 2 % im Jahr 2025 und 1 % im Jahr 2026. Für die Folgejahre gilt die Schätzung des Sachverständigenrats von 0,4 % p.a.. Es wichtig zu betonen, dass das BIP-Wachstum von 0,4 % keine konkrete Konjunkturprognose darstellt, sondern die Fortführung des Status Quo ohne Strukturanpassungen. Abb. 2 zeigt somit, auf welchem Pfad sich die deutsche Wirtschaft mittelfristig befinden würde, wenn auf der Angebotsseite in Form von strukturellen Veränderungen und Reformen nichts passiert. Der Standort Deutschland würde sich weiter von der Entwicklung des globalen produzierenden Gewerbes abkoppeln.

Abb. 2: Produktion, 2015 = 100



Quelle: FERI (Statistisches Bundesamt); IKB-Prognose

Die deutsche Industrie ist angesichts gigantischer notwendiger Investitionen zur Erreichung der Klimaziele besonders gefordert, ihre Investitionsquote deutlich anzuheben. Ergeben sich keine spürbaren Investitionsschübe, wird sich der negative Trend der Produktion beschleunigen. Die tatsächliche Entwicklung könnte sogar schlimmer verlaufen als in Abb. 2, da die Folgen eines sich aufbauenden Transformationsdrucks in der historischen Schätzung nicht berücksichtigt wird. Ein „weiter so wie bisher“ würde bestenfalls einen Rückgang der Industrieproduktion von -0,6 % pro Jahr bedeuten. Es würde auch bedeuten, dass die industrielle Wertschöpfung am Standort Deutschland in Relation zum BIP weiter sinken würde; und diesen Prozess als „De-Industrialisierung“ zu bezeichnen wäre nicht völlig abwegig. Ein „weiter so“ und ein Hoffen auf eine kurzfristige bzw. anhaltende Konjunkturerholung ist keine Option für den Industriestandort Deutschland. Das Sachverständigen Gutachten betont zudem, dass ein niedriges Potenzialwachstum die Transformation erschweren wird. Schließlich bedarf es Zuversicht und die Aussicht auf ein hohes Gewinnpotenzial am Standort Deutschland, um den lokalen Kapitalstock ausreichend zu erneuern. Mit einem BIP-Wachstum von 0,4 % ist nicht zu erwarten, dass die Transformation gelingt; eher kommt es zu einer Verlagerung bzw. zum Abbau von Industriekapazitäten. Gerade aus diesem Grund sollte aktuell jegliche Wachstumspolitik auch als Politik der Transformation zum Erreichen der gestellten Klimaziele für Deutschland gesehen werden.

Was bedeutet der gedämpfte Wachstumsausblick im kommenden Jahr für die wichtigsten Industriebranchen? In allen Branchen – bis auf die Elektroindustrie – würde die Produktion 2024 trotz des bereits niedrigen Produktionsniveaus sinken. Insbesondere die Automobilindustrie wäre nach dem Erholungsjahr 2023 stark betroffen. Bei einem langfristigen BIP-Wachstumspotenzial von 0,4 % ohne effektive Reformen wären Automobil- und Chemiebranche mittelfristig die größten Verlierer; ihre Produktion würde deutlich zurückgehen. Der Maschinenbau würde stagnieren, während die Elektroindustrie ihre Produktion halten bzw. leicht ausbauen könnte. Die Metallindustrie würde ebenfalls spürbare Produktionseinbußen hinnehmen müssen.

Ausblick: Produktion, Veränderung in % zum Vorjahr

	2020	2021	2022	2023S	2024P
Chemie (ohne Pharma)	-1,3	5,7	-12,1	-10,3	-1,3
Elektro	-7,4	10,4	4,8	2,5	0,1
Metallbearbeitung	-13,2	9,5	-4,6	-3,0	-2,9
Metallerzeugung	-11,2	8,8	-1,7	-2,7	-1,3
Maschinenbau	-13,5	7,2	0,7	0,4	-0,5
Automotive	-19,8	-3,1	4,2	10,0	-5,4
Verarbeitendes Gewerbe	-9,8	4,7	-0,2	-0,5	-2,2

Quellen: FERI (Statistisches Bundesamt); IKB-Prognose; S = Schätzung und P = Prognose

Wie stark können Bundrenditen sinken?

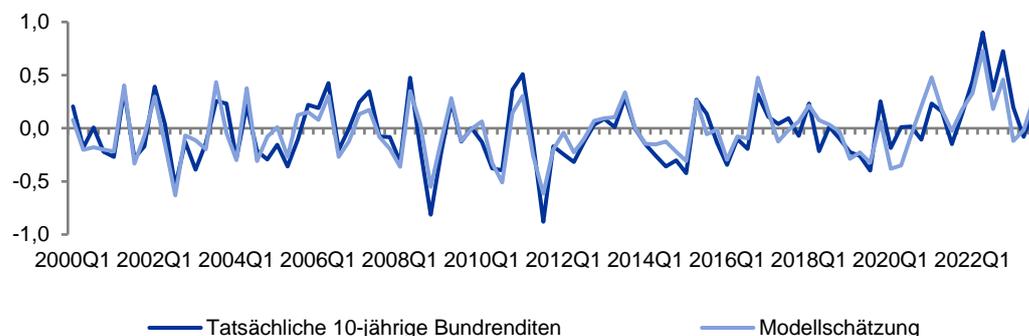
Fazit: Ein Rückgang der Inflation wird nicht ausreichen, um langfristige Bundrenditen deutlich zu senken. Denn die inverse Zinsstrukturkurve lässt aktuell ohne die Erwartungen nennenswerter EZB-Zinssenkungen wenig zu. Hierfür bedarf es allerdings einer anhaltenden und nennenswerten Konjunkturuntrübung in der Euro-Zone.

In den USA bekommen US-Renditen durch die Erwartung eines Softlandings und anhaltender fiskalischer Konjunkturunterstützung Auftrieb. Auch hier gilt: Ohne Konjunkturuntrübung ist der Raum für sinkende Renditen begrenzt. Eine solche Entwicklung erwartet die IKB allerdings, sodass durchaus von niedrigeren US-Renditen in den nächsten 12 Monaten auszugehen ist – und damit auch von niedrigeren Bundrenditen.

Die Inflation geht zurück, und alle Indikatoren deuten auf einen weiteren Rückgang der Kerninflationsrate in den kommenden Monaten. So schrumpft auch die Geldmenge in der Tendenz, nicht zuletzt, weil die Kreditnachfrage für Investitionen deutlich nachgelassen hat, insbesondere im Bausektor. Ohne Zweifel zeigen sich zunehmend die Folgen der geldpolitischen Straffung, was das Risiko eines Inflationsdrucks deutlich reduziert. Auch wenn die Energiekosten erneut steigen sollten, werden daraus folgende Zweitrundeneffekte überschaubar bleiben. Somit besteht aus volkswirtschaftlicher Sicht kein Zweifel: Das Inflationsrisiko nimmt aufgrund der effektiven geldpolitischen Straffung ab. Deshalb festigt sich auch die Einschätzung der Märkte, dass der EZB-Einlagenzins bei 4,0 % verweilen wird und der nächste Zinsschritt abwärtsgerichtet sein könnte, wenn auch erst ab Mitte 2024. Dennoch sind die Bundrenditen in jüngster Zeit nicht gesunken, sondern angestiegen und verharren nun auf einem Niveau von knapp unter 3 %. Wie ist dies zu erklären, und wie ist der Ausblick?

Laut dem IKB-Modell werden Veränderungen der 10-jährigen Bundrenditen durch den EZB-Zinssatz, die Inflation, aber vor allem von den 10-jährigen US-Renditen getrieben. Selbst wenn die EZB in großem Umfang Staatsanleihen aufkauft, bleiben diese Beziehungen stabil, was sicherlich auch am starken „Gleichlauf“ der europäischen und US-amerikanischen Notenbankpolitik liegt. Laut Modellschätzung führt eine Veränderung der 10-jährigen US-Renditen von 100 bp zu einer Veränderung der Bundrenditen von 65 bis 70 bp. Steigen die US-Renditen, wird die deutsche Zinskurve steiler und das Zinsdifferenzial zwischen beiden Renditen weitet sich aus.

Abb. 1: Bundrenditen – Veränderung in % zum Vorquartal



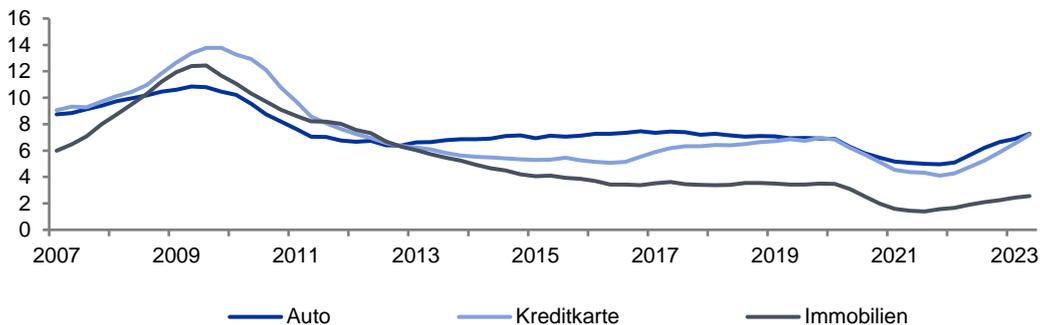
Quelle: Bloomberg; IKB-Berechnung und -Schätzung

US-Renditen sind in jüngster Zeit im Umfeld einer doch eher überraschend robusten US-Wirtschaft deutlich angestiegen. Die Sorge besteht, dass die Fed ihre Geldpolitik entweder

noch weiter straffen muss oder die Inflation selbst mittelfristig erhöht sein könnte. So ist die US-Zinsstrukturkurve durch den Anstieg am langen Ende weniger invers geworden. Erwartungen einer baldigen und drastischen Fed-Zinssenkung wurden durch die Einschätzung ersetzt, die Fed-Funds-Rate könne auch mittelfristig auf einem erhöhten Niveau verweilen. Niedrigere US-Renditen erfordern demnach vor allem eine deutliche US-Konjunkturertrübung bzw. erste Anzeichen eines schwächeren US-Arbeitsmarktes. Denn damit würde sich bestätigen, dass die Fed genug bzw. zu viel getan hat, was erneut Erwartungen deutlicher Zinssenkungen festigen würde. Ein Softlanding der US-Wirtschaft wird deshalb wenig Abwärtsdruck auf das lange Ende ausüben, ebenso wie ein gradueller Rückgang der Inflationsrate. Nur eine überraschend schlechte Nachricht aus der Realwirtschaft würde eine Korrektur am langen Ende einleiten.

Doch die Fiskalpolitik in den USA ist sehr expansiv ausgerichtet; und sie könnte damit die Geldpolitik schwächen. Das US-Haushaltsdefizit wurde im Jahr 2022 und erneut im Jahr 2023 ausgeweitet und liegt mit über 7 % des BIP deutlich über dem historischen Durchschnitt. Die US-Regierung pumpt Geld von der Finanz- in die Realwirtschaft und stimuliert bzw. stabilisiert die Nachfrage. Sie verwässert dadurch die geldpolitischen Anstrengungen und lässt Zweifel aufkommen, ob die Fed genug getan hat, bzw. festigt Erwartungen, die Fed-Funds-Rate könne auch mittelfristig auf einem erhöhten Niveau verweilen. Allerdings gibt es bereits seit Längerem Indikatoren, die für eine Abkühlung der US-Wirtschaft sprechen. So steigt seit geraumer Zeit die Anzahl von Krediten mit Zahlungsverzug.

Abb. 2: USA – Zahlungsverzug (30 oder mehr Tage), in % des Kreditbestands



Quelle: Household Debt and Credit - FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK (newyorkfed.org)

Wie würden sich sinkende US-Renditen auf Bundrenditen auswirken? Isoliert betrachtet, würde ein Rückgang der US-Renditen auch zu sinkenden Bundrenditen führen. Allerdings wird der Effekt aktuell durch die inverse Zinsstrukturkurve gedämpft: Die inverse Zinskurve bedeutet Auftrieb am langen Ende; es sei denn, die Märkte gehen von deutlich sinkenden EZB-Zinsen aus. Eine Korrektur der Bundrenditen benötigt somit nicht nur sinkende US-Renditen, sondern auch Erwartungen deutlicher EZB-Zinssenkungen am kurzen Ende, damit sich die Zinskurve selbst bei sinkenden Renditen perspektivisch normalisiert. Die aktuelle Zinskurve in Deutschland spiegelt die Erwartung, der mittelfristige Notenbankzinssatz liege deutlich unter dem aktuellen. Kommen Erwartungen auf, die EZB senke die Zinsen auf Sicht nur moderat, würde sich trotz rückläufiger Inflation kaum Raum für eine spürbare Senkung der langfristigen Renditen ergeben. Gerade wegen der inversen Zinskurve ist deshalb eine spürbare Konjunkturertrübung notwendig, um perspektivisch niedrigere Bundrenditen zu erwarten.

Abb. 3: Zinsstrukturkurve – Differenz zwischen 10-Jahres-Bundrenditen und 3-Monats-Euribor-Zinssatz, in %-Punkten



Quelle: Bloomberg; IKB-Berechnung

Einschätzung: Noch immer überrascht die US-Wirtschaft mit ihrem robusten Wachstum. Doch ohne eine deutliche konjunkturelle Eintrübung und damit die Erkenntnis einer Übertreibung der aktuellen Fed-Politik ist mit keiner spürbaren Korrektur der US-Renditen zu rechnen.

In Deutschland scheint das Bild noch klarer zu sein: Die Zinsstrukturkurve ist deutlich invers. Der Zinsmarkt erwartet also, dass die EZB die Zinsen zügig senken wird bzw. eine gewisse Übertreibung der Geldpolitik wahrscheinlich ist. Erholt sich jedoch die Wirtschaft der Euro-Zone nach dem leichten Rückgang im dritten Quartal, würde dies einen Aufwärtsdruck auf Bundrenditen zur Folge haben – auch wenn die Inflation weiter zurückgeht.

Die IKB erwartet eine Abkühlung der US-Wirtschaft und damit grundsätzlich einen Abwärtsdruck auf US-Renditen. Die konjunkturelle Eintrübung wird allerdings durch die US-Fiskalpolitik gedämpft, sodass sich Erwartungen einer mittelfristig erhöhten Fed-Funds-Rate festigen könnten. Potenzial für sinkende US-Renditen scheint dennoch zu bestehen, wenn auch in überschaubarem Rahmen. Das IKB-Modell deutet auf einen Fundamentalwert der 10-jährigen US-Renditen von knapp unter 4 % hin. Im Verlauf von 2024 könnten sie auf unter 3,5 % zurückgehen. Nur eine deutliche konjunkturelle Eintrübung würde für mehr Abwärtsdruck sorgen.

Für die Euro-Zone erwartet die IKB eine deutliche und sich hinziehende Konjunktüreintrübung, was Erwartungen von absehbar sinkenden EZB-Zinssätzen festigen und Abwärtsdruck auf Bundrenditen ausüben sollte. Das Korrekturpotenzial wird allerdings durch das Ausmaß der inversen Zinskurve begrenzt und ebenso durch eine mögliche kurzfristige Stabilisierung der Konjunkturdaten. Wir sehen in den nächsten 12 Monaten Potenzial für ein Niveau der Bundrenditen von unter 2,5 %. Dann muss sich allerdings die Erwartung erster EZB-Zinssenkungen in der zweiten Hälfte 2024 bestätigen.

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%	-0,1%	0,4%
Euro-Zone	6,1%	3,4%	0,4%	0,2%
UK	9,6%	4,5%	0,5%	0,4%
USA	5,9%	2,0%	2,4%	1,3%
Japan	1,9%	1,0%	1,7%	1,1%
China	8,1%	3,0%	5,5%	4,9%

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr²⁾

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

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen in %³⁾

	23. Nov	Ende Q2 2024	Ende 2024
3M-Euribor	4,0	4,0	3,4
3M-USD-Libor	5,6	5,2	4,5
10-Jahre Bund	2,6	2,5	2,2
10-Jahre U.S. Treasury	4,4	4,1	3,5

Tabelle 4: Währungen, 1 Euro = ...⁴⁾

	23. Nov	Ende Q2 2024	Ende 2024
EUR/USD	1,09	1,12	1,14
EUR/GBP	0,87	0,87	0,91
EUR/JPY	163	160	159
EUR/CHF	0,96	0,96	1,01
EUR/HUF	380	380	405
EUR/CZK	24,4	24,6	25,0
EUR/TRY	31,6	30,4	34,0
EUR/PLN	4,36	4,50	4,72
EUR/RUB	96,3	106,7	102,0
EUR/MXN	18,7	19,0	22,0
EUR/ZAR	20,5	20,0	20,5
EUR/CNY	7,79	7,79	7,80
EUR/CAD	1,49	1,46	1,51
EUR/AUD	1,66	1,65	1,58

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

November 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