



Autor: Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

Editor: Patrick von der Ehe  
[patrick.ehe@ikb.de](mailto:patrick.ehe@ikb.de)

**Fazit:** Die Fed reagiert auf mögliche Zweitrundeneffekte infolge der aktuellen Inflationsentwicklung und schafft Fakten: Sie will die US-Wirtschaft abkühlen und so die Inflationsdynamik brechen. Deshalb sollten die US-Renditen bereits im Jahr 2022 ihren Höhepunkt erreichen und ab nächstes Jahr 2023 wieder sinken.

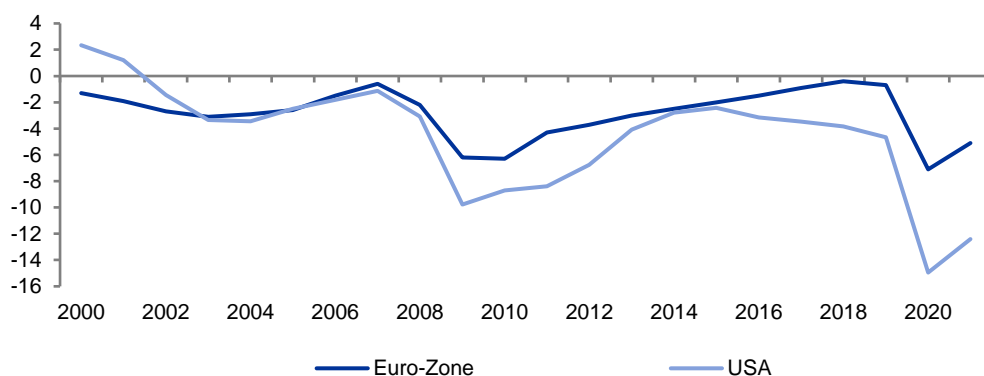
Ganz anders in der Euro-Zone: Die EZB hält sich zurück; und ihre aktuell erwarteten Zinsanhebungen werden den Inflationsdruck nur wenig mindern. Noch vertrauen EZB und der Markt darauf, dass die derzeit hohen Rohstoffpreise die Konjunktur abkühlen und die Inflationsrate im Jahr 2023 spürbar verringern werden, auch aufgrund dann sinkender Rohstoffpreise.

Allerdings scheint die Fiskalpolitik gegen die EZB zu arbeiten. Denn steigende Renditen führen zu einem höheren Haushaltsdefizit und nicht zur Haushaltskonsolidierung in der Euro-Zone. Zudem sorgen sie für Inflationsdruck. Die Fiskalpolitik schwächt also die Effektivität der EZB-Geldpolitik und erhöht so die Wahrscheinlichkeit einer strafferen Geldpolitik oder die einer höheren Inflation. Jetzt bereits den Höhepunkt der Bundrenditen im Jahr 2022 zu vermuten, ist deshalb verfrüht.

## Fed schafft Fakten

Die Fed erhöht die Zinsen, um die US-Wirtschaft abzukühlen. Deshalb wird sie im Juni und Juli die Zinsen voraussichtlich um je 50 bp anheben. Die US-Renditen sind als Reaktion auf die Geld-Politik inzwischen auf bis zu 3 % angestiegen. Auch strebt die Fed neben ambitionierten Zinsanhebungen eine zügige Reduzierung ihrer Bilanz an. Die Annahme, die Inflationsrate wird sich mangels spürbarer Zweitrundeneffekte von sich selbst wieder abflachen, scheint von der Fed immer weniger als plausibel angesehen zu werden. Der Anstieg der Inflationsrate vollzieht sich bereits zu lange und ist zu hoch, um Effekte auszuschließen. Doch nicht alle Folgen oder Zweitrundeneffekte deuten unbedingt auf einen weiteren Inflationsanstieg hin. **So wird die aktuelle Teuerung das Realeinkommen und damit die Kaufkraft der Konsumenten unter Druck setzen, was die Nachfrage und somit den weiteren Inflationsprozess abschwächen sollte – vorausgesetzt, die Lohnanstiege bleiben unter der Inflationsrate.**

Abb. 1: Jährlicher staatlicher Haushaltssaldo in % des BIP



Quellen: EIU

Schon länger leidet das US-Konsumentenvertrauen in den USA aufgrund der steigenden Inflation, was den wirtschaftlichen Ausblick zunehmend belastet, aber auch zu kräftigen Lohnsteigerungen geführt hat. Angesichts der niedrigen Arbeitslosenquote und der während der Corona-Pandemie gesunkenen Erwerbsquote ist es nicht überraschend, dass sich die Fed eine Abkühlung der Wirtschaft zum Ziel gesetzt hat. Spürbar steigende Zinsen sollten nicht nur die Wirtschaft abkühlen, sondern auch Lohnforderungen dämpfen sich auf die Margen der Unternehmen auswirken. Dennoch steigt mit ambitionierten Zinsanhebungen die Gefahr einer Überreaktion der Fed, was eine inverse Zinskurve zur Folge haben könnte. Schließlich dauert der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik lange. Entscheidend wird auch sein, wie sich die Fiskalpolitik verhält. **Wird sie durch ein geringeres**

## Haushaltsdefizit die geldpolitische Ausrichtung unterstützen oder durch höhere Defizite im Schatten einer sich abkühlenden Wirtschaft eher entgegenwirken?

### Zögerliche EZB erhöht Inflationsrisiko

In welchem Maße wird die Fiskalpolitik in der Euro-Zone die Geldpolitik dabei unterstützen die Inflation zurückzuführen? Oder anders ausgedrückt: Wie sensitiv reagiert das Haushaltsdefizit der Staaten auf EZB-Zinsanhebungen? Auch wenn steigende Renditen nicht sofort zu einer höheren Zinslast bzw. zu einem höheren effektiven Zinssatz eines Staates führen, so sollte eine steigende Rendite dennoch eine Defizitverringerung bewirken. Schließlich signalisieren steigende Renditen eine Konjunkturerholung bzw. zumindest einen Inflationsanstieg. Beides ermöglicht aus fiskalpolitischer Sicht eine Konsolidierungspolitik, was wiederum die Effektivität der Geldpolitik erhöht. Das wäre gerade aktuell von besonderer Bedeutung. In Folge der Corona-Krise und der geldpolitischen Reaktion hat sich das Haushaltsdefizit in der Euro-Zone im Jahr 2020 jedoch deutlich ausgeweitet. Allerdings ist es im Jahr 2021 trotz der spürbaren konjunkturellen Erholung kaum zurückgegangen und auch für 2022 wird von einem historisch hohen Defizit ausgegangen. Die Krisenpolitik im Jahr 2021 war mit ein Grund dafür, warum die staatliche Nachfrage kräftig geblieben ist bzw. zunehmend Geld in den realwirtschaftlichen Kreislauf geflossen ist. In Kombination mit Rohstoffpreisanstiegen und Lieferengpässen hat dies zu einem spürbaren und weit über den Erwartungen liegenden Anstieg der Inflationsrate geführt. Gewinner waren die Unternehmen, die durch die starke Nachfrage ihre Margen stabilisieren bzw. ausweiten konnten, was u.a. die Gewinne der DAX-Unternehmen im Jahr 2021 gezeigt haben. Der Inflationsdruck hat nun mit der Ukraine-Krise einen weiteren Schub bekommen – vor allem wenn die europäische Fiskalpolitik mit weiter steigenden Ausgaben und einem sich ausweitenden Defizit auf den Krieg reagiert.

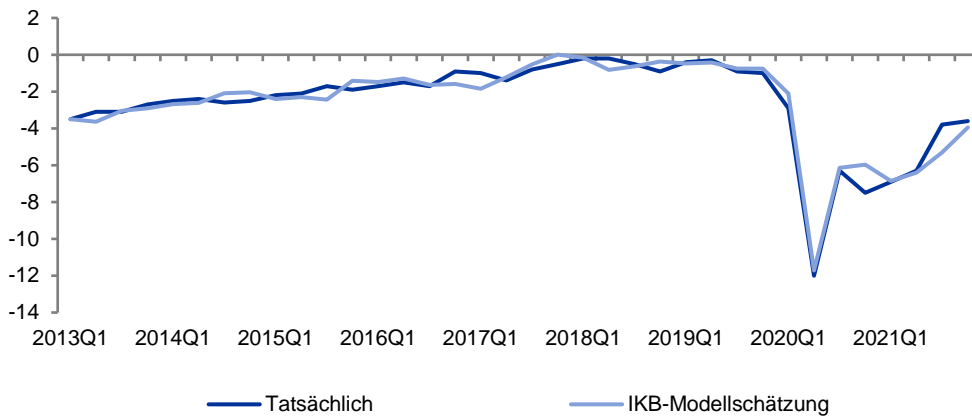
Die EZB sieht aktuell weiterhin keinen Grund für eine effektive geldpolitische Straffung. Zwar werden nun bis zu drei Zinsanhebungen um jeweils 25 bp im Jahr 2022 erwartet. Doch solch eine Erhöhung wird wohl kaum ausreichen, um die Konjunktur zu dämpfen bzw. die eskalierende Inflationsdynamik entscheidend zu brechen. Schließlich wären Realzinsen auch mit den erwarteten Zinserhöhungen immer noch deutlich negativ – selbst wenn der Inflationsdruck wie erwartet ab Anfang 2023 nachlassen sollte. Die Einschätzung der EZB wie auch der Märkte ist also weiterhin, dass sich der Anpassungsprozess hin zu einer niedrigeren Inflation in Europa aufgrund von fehlenden Zweitrundeneffekten vollzieht – und nicht, wie in den USA, durch eine spürbar straffere Geldpolitik. Diese Einschätzung ist durchaus berechtigt. Denn infolge der hohen Inflation werden das Realeinkommen und die private Kaufkraft erst einmal sinken, was einen Dämpfer für die Wirtschaft einleiten wird. Auch werden die aktuell hohen Rohstoffpreise infolge einer sich abkühlenden Weltwirtschaft nachgeben, was den Inflationsdruck weiter dämpfen wird. **Doch das Ausmaß möglicher Zweitrundeneffekte wird auch von der Fiskalpolitik bestimmt. Agiert sie expansiv und steuert einer Abkühlung der Wirtschaft entgegen, werden steigende Kosten – wie 2021 – relativ schnell zu höheren Preisen führen bzw. die Geldmenge in der Realwirtschaft ausweiten.** Dies gilt auch, wenn die EZB ihr Aufkaufprogramm beendet. Schließlich steht eine Reduzierung ihre Bilanz nicht zur Diskussion, sodass weiterhin überschüssige Reserven in den Bilanzen der Banken bestehen bleiben.

### Europäische Fiskalpolitik lässt Risiko von Zweitrundeneffekten steigen

Sorgt eine geldpolitische Straffung auch für eine fiskalische Konsolidierung, verstärkt diese den geldpolitischen Transmissionsmechanismus der Geldpolitik. In Folge ist die Geldpolitik effektiv und Zinsen müssen weniger stark erhöht werden. Reagiert die Fiskalpolitik hingegen nicht oder gar entgegengesetzt, braucht es höhere Zinsen, um den gleichen Einfluss auf die Realwirtschaft zu erzielen. In diesem Fall würde ein erhöhtes Risiko von Zweitrundeneffekte entstehen, vor allem wenn die Notenbank mit Zinsanhebungen zögerlich agiert. Empirische Analysen der IKB deuten an:

- Die Frage, ob die Euro-Zone mit Hilfe einer höheren Inflation eine tragfähigere Schuldenquote erreichen kann, ist differenziert zu betrachten. So mag zwar das nominale BIP schneller wachsen und sich die Schuldenquote reduzieren, allerdings steigt die Zinslast spürbar an, da Inflationsprämien die Renditen deutlich nach oben treiben.
- Ein höheres reales Wachstum senkt die Schuldenquote. Zwar steigen auch die Renditen, doch deren Einfluss ist deutlich geringer.
- Das Argument, steigende Renditen würden die Euro-Zone zur Konsolidierung drängen und so die Wirkung der Geldpolitik verstärken, ist empirisch nicht nachzuvollziehen. Im Gegenteil: Modellschätzungen für die Zeit nach der Euro-Krise deuten darauf hin, dass steigende Renditen einen signifikanten Einfluss auf das Haushaltsdefizit der Euro-Zone haben und zu einer Defizitausweitung führen.

Abb. 2: Vierteljährlicher staatlicher Haushaltssaldo der Euro-Zone in % des BIP



Quellen: EIU; IKB

### Einschätzung

Die **Inflation** wird sich im Jahr 2023 spürbar verlangsamen. Grund ist die konjunkturelle Abkühlung, die zunehmend absehbar ist und in der US-Wirtschaft durch die Fed eingeleitet worden ist. Die globale konjunkturelle Abkühlung wird auch zu einer Korrektur auf den Rohstoffmärkten führen, was den Inflationsdruck weiter reduzieren wird. Grundsätzlich sollten eine zunehmende Kapazitätsausweitungen sowie ein gradueller Anstieg der Erwerbsquote ebenfalls dem Preisdruck entgegenwirken – wenn auch nur mittelfristig. Der Haupttreiber für eine niedrigere Inflation in Europa scheinen vor allem die Rohstoffpreise zu sein. Denn einer spürbaren Abkühlung der Konjunktur würde eine expansive Fiskalpolitik entgegenwirken. Deshalb sind Zweitrundeneffekte durchaus zu erwarten bzw. bleiben ein erhöhtes Risiko für den Inflationsausblick in der Euro-Zone – im Gegensatz zu den USA, wo die Fed Fakten schafft. Das Zinsdifferenzial im Vergleich zu den USA sollte sich aber im Jahr 2023 einengen und dem **Euro-Kurs gegenüber dem US-Dollar** Auftrieb geben. Dies wird den Rückgang des Kostendrucks durch die Rohstoffpreise weiter verstärken. Wir erwarten eine durchschnittliche Inflationsrate in der Euro-Zone von 6,5 % im Jahr 2022 und 2,4 % im Jahr 2023.

In den USA ist mit dem Höhepunkt der **US-Renditen** noch in diesem Jahr zu rechnen. Dies wird durch die ambitionierten Fed-Zinsanhebungen dieses Jahr bekräftigt. In Europa bleibt es fraglich, ob der erwartete graduelle Ansatz der EZB einen spürbaren Einfluss auf die Realwirtschaft und den Inflationsprozess haben wird, da die Fiskalpolitik voraussichtlich gegensteuern wird. Dies spricht entweder für eine höhere Inflation oder für die Notwendigkeit kurzfristig spürbar höherer Zinsen. Jetzt schon bzw. im Jahr 2022 den Wendepunkt der **Bundrenditen** auszurufen, erachtet die IKB deshalb als verfrüht – vor allem aufgrund der Risiken, die sich aus dem Lohndruck ergeben.

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 auszugswise, 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

25. Mai 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