



Neue globale Realitäten

21. Dezember 2022

Autoren

Stefan Schneider
und
Team Economics Research, Frankfurt

Editor

Stefan Schneider

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management

Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis

Seite

Prognosen.....	2
Neue globale Realitäten	3
Kaufkraftverlust wird privaten Verbrauch in 2023 empfindlich treffen	8
Arbeitsmarkt bleibt robust, verliert aber an Dynamik	9
Investitionsausgaben: Projekte wegen Unsicherheitsschock auf Eis.....	12
Schwere Baurezession voraus. Immobilienmarkt mit viel Licht und viel Schatten.....	13
Hohe Energiepreise lassen Außenhandel auch im Jahr 2023 schwächeln.....	17
Fiskalpolitik: Die Energiekrise dürfte das Defizit im Jahr 2023 wieder auf 4% des BIP hochtreiben	20
Inflation: Baldiger Rückgang der Gesamtrate zu erwarten – aber Kernrate könnte 2023/24 hoch bleiben.....	23
EZB-Leitzinsen dürften bis auf 3 ¼% steigen	31
Die sich wandelnden Beziehungen zu China. Auswirkungen für deutsche Unternehmen .	32
Hohe Energiepreise sind eine strukturelle Herausforderung für den Industriestandort	40
Boom bei Unternehmenskrediten nicht nur wegen Energiefirmen – 2023 Normalisierung?.....	45
Private Haushalte sparen und verschulden sich weniger	46
Datenkalender	49
Finanzmarktprognosen.....	50
Eventkalender	51

Neue globale Realitäten. „Neue Realitäten“ – so lautete der Titel unseres Jahresausblicks für 2022. Allerdings ahnten wir nicht, wie dramatisch sich die Realitäten am 24. Februar ändern würden.

Kaufkraftverlust wird privaten Verbrauch empfindlich treffen. Im Jahr 2023 erwarten wir einen Rückgang um etwa 1%. Im Jahr 2024 könnte der private Konsum dann wieder um gut 1% expandieren.

Arbeitsmarkt bleibt robust, verliert aber an Dynamik. Der Beschäftigungsaufbau dürfte sich bis 2024 spürbar verlangsamen. Effektivverdienste legen kräftig zu.

Investitionsprojekte wegen Unsicherheitsschock auf Eis. Nach einem Rückgang um fast 1% im Jahr 2023 dürften die Investitionen 2024 um etwa 2% steigen.

Die Rezession im Baugewerbe dürfte sich verschärfen. Der Wohnungsmarktboom ist vorbei. Die gegenläufigen Trends im Einzelhandel und im Logistiksektor dürften fortbestehen.

Hohe Energiepreise lassen Außenhandel auch im Jahr 2023 schwächeln. Der schleppende Welthandel dämpft die Exportaussichten. Der Leistungsbilanzüberschuss wird deutlich unter den Höchstständen vor der Krise bleiben.

Fiskalpolitik: Die Energiekrise dürfte das Defizit 2023 wieder auf 4% des BIP hochtreiben. Aber das hohe nominale BIP-Wachstum dürfte den Anstieg der Schuldenquote begrenzen.

Inflation: Kernrate könnte 2023/24 hoch bleiben. Trotz der Energiepreisbremsen dürfte sich die Gesamtinflation im Jahresdurchschnitt 2023 auf 7,1% belaufen und 2024 „lediglich“ auf 3,9% zurückgehen.

EZB-Leitzinsen dürften bis auf 3 ¼% steigen. In der Abwägung der Aufwärts- und Abwärtsrisiken für diese Prognose überwiegen für uns erstere. Bereits im März 2023 soll zudem das Abschmelzen der Zentralbankbilanz beginnen.

Neue Chinastrategie dürfte keinen fundamentalen Kurswechsel signalisieren. Eine anteilige Verlagerung des Risikomanagements auf die staatliche Ebene sowie zusätzliche wirtschaftspolitische Instrumente dürften Kernelemente sein.

Die anhaltende Energiekrise stellt eine große strukturelle Herausforderung für den Industriestandort dar. Energieintensive Branchen dürften künftig Neuinvestitionen häufiger in Ländern mit niedrigeren Energiekosten vornehmen.

Unternehmensfinanzierung: Kredit- und Einlagenwachstum dürften 2023 deutlich zurückgehen, da Unsicherheit und Inflation abnehmen und die Liquiditätspuffer zu schrumpfen beginnen.

Die Ersparnisbildung der privaten Haushalte dürfte 2023 unter dem Rekordniveau der Pandemiejahre bleiben und zu einem geringen Einlagenwachstum führen, aber die Investitionen in andere Finanzanlagen sollten robust bleiben.



Neue globale Realitäten

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
	Euroland	3,3	-0,6	1,0	8,4	7,1	2,2	0,8	1,5	1,8	-4,2	-5,5
Deutschland	1,7	-1,0	1,0	8,0	7,1	3,9	3,0	3,2	3,9	-2,3	-4,0	-3,2
Frankreich	2,5	-0,4	0,9	5,9	6,2	2,2	-1,8	-1,5	-1,2	-5,8	-6,9	-5,5
Italien	3,7	-0,4	1,1	8,7	7,4	1,5	-0,9	-0,4	0,3	-5,7	-5,7	-4,9
Spanien	4,7	0,0	0,9	8,5	5,7	1,4	0,5	1,0	1,0	-5,3	-6,4	-6,0
Niederlande	3,6	0,5	1,2	12,4	9,0	2,2	6,9	7,0	7,1	-4,1	-2,3	-0,9
Belgien	2,5	-0,6	0,8	10,7	7,0	2,1	-2,0	-1,0	-1,0	-4,8	-5,2	-5,1
Österreich	4,7	-0,5	1,5	8,7	7,5	2,2	-0,2	-0,1	0,5	-3,4	-3,3	-2,2
Finnland	2,0	-0,5	1,0	7,0	6,5	2,0	-0,6	-0,3	0,0	-2,0	-3,0	-2,0
Griechenland	6,4	0,3	1,4	9,4	7,5	1,5	-8,5	-7,0	-5,5	-4,2	-3,0	-2,0
Portugal	6,6	0,1	1,3	8,1	6,5	1,5	-1,7	-1,0	-1,0	-1,8	-1,5	-1,2
Irland	11,0	1,5	2,5	8,0	6,5	1,8	15,0	15,1	17,8	0,3	0,5	0,7
Großbritannien	4,5	-0,9	0,5	9,1	8,2	3,5	-6,3	-3,9	-3,1	-7,1	-6,1	-3,6
Dänemark	3,0	0,1	1,4	7,9	4,0	2,2						
Norwegen	3,0	1,0	1,2	5,5	4,5	3,1						
Schweden	2,9	-0,5	1,5	8,0	6,3	2,2						
Schweiz	2,2	0,6	1,4	2,9	2,4	1,5						
Tschech. Rep.	2,3	-0,4	2,0	15,2	9,4	5,6	-4,9	-3,5	-2,3	-5,3	-4,6	-3,0
Ungarn	4,8	0,7	2,8	14,4	19,4	7,2	-6,2	-4,3	-3,0	-6,2	-4,2	-3,3
Polen	4,7	1,1	3,0	14,4	15,1	6,6	-3,9	-3,2	-2,0	-4,1	-5,6	-3,5
USA	2,0	0,8	0,3	8,0	3,4	2,7	-4,2	-5,1	-5,0	-4,1	-3,7	-3,9
Japan	1,1	1,0	0,8	2,5	2,1	1,8	1,8	2,5	3,4	-4,9	-4,3	-3,7
China	3,0	4,5	6,5	2,0	2,5	3,1	2,3	2,0	1,5	-5,0	-5,0	-4,0
Welt	3,2	2,2	3,1	8,7	6,7	4,5						

* Außer für Deutschland basieren die Inflationsdaten für EU-Länder auf harmonisierten Verbraucherpreisindizes. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen.

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

Prognosen Deutschland: BIP-Wachstum nach Komponenten, % gg.Vq., Jahresdaten % gg.Vj.

	2021	2022P	2023P	2024P	2022				2023			
					Q1	Q2	Q3	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	2,6	1,7	-1,0	1,0	0,8	0,1	0,4	-0,7	-0,7	0,0	0,2	0,4
Privater Konsum	0,4	4,4	-0,9	1,2	0,9	0,9	1,0	-1,3	-1,2	0,2	0,6	0,6
Staatsausgaben	3,8	2,0	2,0	1,4	0,7	0,5	0,0	1,0	0,8	0,3	0,3	0,5
Anlageinvestitionen	1,2	0,4	-1,6	1,1	2,1	-1,3	0,2	-0,7	-0,8	-0,2	-0,3	0,4
Ausrüstungen	3,5	2,9	-0,8	2,0	1,9	1,1	2,7	-2,0	-1,8	0,5	0,5	0,6
Bau	0,0	-1,7	-4,3	-0,4	3,1	-3,2	-1,4	0,0	-1,0	-1,0	-1,3	0,2
Lager, %-Punkte	0,5	0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,7	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
Exporte	9,7	2,9	0,0	1,7	-0,3	0,5	2,0	0,3	-0,5	-0,3	-0,3	0,0
Importe	9,0	6,3	1,5	1,7	-0,5	2,7	2,4	-0,2	-0,2	0,2	0,2	0,2
Nettoexport, %-Punkte	0,8	-1,3	-0,7	0,0	0,1	-0,9	-0,1	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Konsumentenpreise (VPI)*	3,1	8,0	7,1	3,9								
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,3	5,6	5,4								
Industrieproduktion**	4,8	-1,0	-4,0	0,0								
Budgetsaldo, % BIP	-3,7	-2,3	-4,0	-3,2								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	68,6	66,9	67,4	67,8								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,4	3,0	3,2	3,9								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	265	115,0	130	164								

* Inflationsdaten für Deutschland basieren auf nationaler Abgrenzung (VPI). Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen (HVPI) führen. ** Verarbeitendes Gewerbe (NACE C)

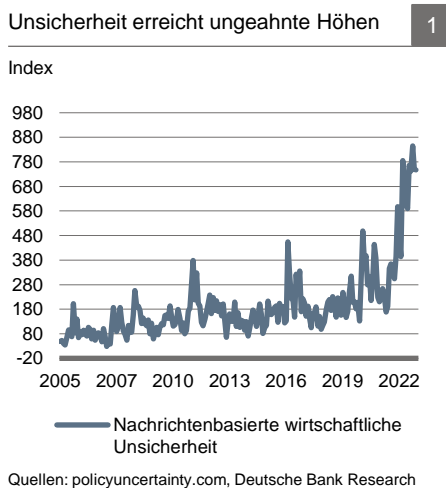
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research



Neue globale Realitäten

„Neue Realitäten“ – so lautete der Titel unseres Jahresausblicks für 2022, der im Dezember 2021 veröffentlicht wurde. Wir konnten natürlich nicht ahnen, wie dramatisch sich die Realitäten am 24. Februar ändern würden, als Russland seinen Einmarsch in die Ukraine begann. Unser Titel war damals eher innenpolitisch motiviert; die neue Ampelregierung war gerade erst am 7. Dezember vereidigt worden. Unter dem Motto „Mehr Fortschritt wagen“ wollte die junge Regierung neue Schwerpunkte auf Klimaschutz und Investitionen legen, um den Übergang zu einer sozial-ökologischen Wirtschaft zu fördern. Nun, das war der Plan.

Neue Realitäten 2.0



Der russische Angriff auf die Ukraine zwang die neue Regierung, über Nacht in den Modus der Krisenbekämpfung zu wechseln. Er machte auch die Fortsetzung der kräftigen konjunkturellen Erholung nach dem Wegfall der Corona-Einschränkungen und damit Hoffnung auf eine deutsche Wachstumsrate 2022 von über 3 ½%, wie es der Konsens zu Beginn des Jahres erwartet hatte, zunichte. Der Angriff führte zu einem massiven Anstieg der Unsicherheit. Der auf der Analyse von Schlagzeilen basierende Index der politischen Unsicherheit verdoppelte sich nahezu. Die Gaspreise, die sich bis Mitte Januar bereits mehr als verdoppelt hatten, sprangen sofort auf über EUR 100 pro MWh (TTF) und erreichten Ende August einen Höchststand von rund EUR 350 pro MWh, als kein Zweifel mehr daran bestand, dass Putin Deutschland nicht mehr über die Nord Stream 1-Pipeline mit Erdgas versorgen würde. Für 2023 sehen wir für den Preis von Erdgas eine Spanne von EUR 90/MWh bis EUR 160/MWh (TTF), wobei das Winterwetter, der Nachfrageanstieg aus China und die Nachhaltigkeit der noch bestehenden, geringen Pipeline-Gaslieferungen aus Russland nach Europa die wichtigsten Faktoren sind. Im Jahr 2024 und darüber hinaus werden die Gaspreise um ein Vielfaches über ihrem historischen Niveau liegen. Da sich das globale LNG-Angebot erst 2025-26 wesentlich erhöhen wird, wird es mehrere Jahre dauern, bis sich der globale Gasmarkt vollständig normalisiert hat.¹

Ukraine-Krieg wird bis weit ins Jahr 2023 andauern

Für 2023 gehen wir davon aus, dass die Eskalationsrisiken bestehen bleiben, aber im Laufe der Zeit abnehmen dürften. In unserem Basisszenario geht der Krieg bis weit in das Jahr 2023 hinein weiter, aber die Chancen auf eine Stabilisierung steigen mit der Zeit. Die Ukraine wird versuchen, die militärische Initiative aufrechtzuerhalten und einen effektiven Wiederaufbau der russischen Streitkräfte zu verhindern, aber weitere territoriale Fortschritte werden im Winter wahrscheinlich eher begrenzt sein. Russland würde somit in naher Zukunft ein bedeutendes Gebiet im Süden der Ukraine halten. Im Frühjahr könnte es zu neuen Offensiven kommen, die jedoch langsamer vorankommen als im Jahr 2022. Die Aussichten auf eine diplomatische Lösung könnten im Laufe der Zeit steigen, entweder wenn die Ukraine bei der Rückeroberung von Gebieten in Richtung der Linien vor dem 24. Februar definitiv Fortschritte macht oder wenn der Krieg in einen eingefrorenen Konflikt übergeht. Beides könnte dazu führen, dass im Westen der Ruf nach einer Verhandlungslösung lauter wird. Was die Sanktionen betrifft, so wird der Schwerpunkt wahrscheinlich auf der Umsetzung der derzeitigen Sanktionsregelung und dem bevorstehenden EU-Embargo und der Ölpreisobergrenze der G7 (5. Dezember für Rohöl, 5. Februar für Ölprodukte) liegen. Das Risiko einer Unterbrechung der Gaslieferungen über die

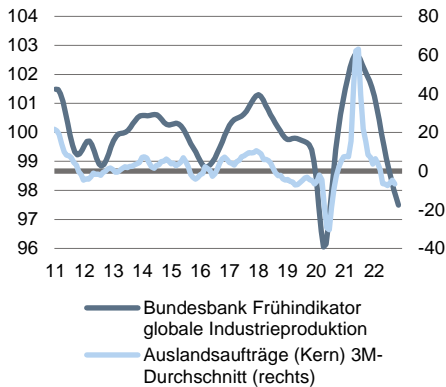
¹ Deutsche Bank World Outlook 2023, 28. November 2022



Neue globale Realitäten

Auslandsaufträge & globale Industrieproduktion

2



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Globale Wirtschaft

3

Reales BIP, % gg. Vj.

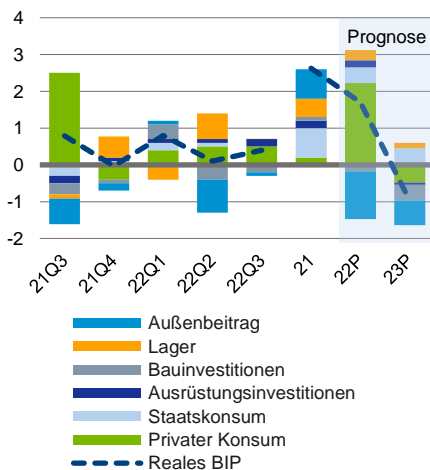
	2021	2022P	2023P	2024P
USA	5,9	2,0	0,8	0,3
Japan	2,2	1,1	1,0	0,8
Eurozone	5,3	3,3	-0,6	1,0
Deutschland	2,6	1,7	-1,0	1,0
Frankreich	6,8	2,5	-0,4	0,9
Italien	6,7	3,7	-0,4	1,1
Spanien	5,5	4,7	0,0	0,9
Niederlande	4,9	3,6	0,5	1,2
Griechenland	8,1	6,4	0,3	1,4
Portugal	5,5	6,6	0,1	1,3
Irland	13,4	11,0	1,5	2,5
Großbritannien	7,5	4,5	-0,9	0,5
Asien ex Japan	7,1	4,2	4,4	5,7
China	8,1	3,0	4,5	6,5
Indien	8,3	7,0	6,0	6,0
Osteuropa	5,6	2,2	1,8	3,2
Lateinamerika (ex Venezuela)	6,9	3,6	0,9	2,1
Welt	6,1	3,2	2,2	3,1

Quellen: IWF, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Deutsches BIP und dessen Komponenten: Privater Konsum bis Q3 2022 noch robust

4

Wachstumsbeiträge zum realen BIP-Wachstum, gg. Vq., gg. Vj., %-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Ukraine in diesem Winter bleibt bestehen, ist aber nicht unser Hauptszenario, während das Getreideabkommen im März wahrscheinlich weiter verlängert werden wird.

Strategischer Wettbewerb zwischen den USA und China wird sich verschärfen

Wir gehen davon aus, dass der strategische Wettbewerb zwischen den USA und China den Welthandel und das Wachstum im Jahr 2023 und in den Folgejahren belasten wird, wobei Exportkontrollen für Hightech-Güter, der Zugang zu kritischen natürlichen Ressourcen wie seltenen Erden, der Abbau asymmetrischer Abhängigkeiten und der Kampf um die Informationsdominanz die Hauptkonfliktfelder darstellen. Wirtschaftliche Maßnahmen werden immer häufiger als Mittel zur Beeinflussung der Politik eingesetzt, was den globalen Waren- und Dienstleistungsverkehr weiter behindern wird (siehe Artikel „Die sich wandelnden Beziehungen zu China – Auswirkungen für deutsche Unternehmen“).

Aber auch im Hinblick auf den US-Markt drohen den deutschen Exporteuren zunehmende Handelshemmnisse, wie der Streit um den US Inflation Reduction Act gezeigt hat.

Welthandel wächst nur um 1%

Infolgedessen wird der Welthandel im Jahr 2023 nicht nur durch das schlechte konjunkturelle Umfeld geschwächt – wir erwarten, dass sich das globale BIP-Wachstum auf magere 2,2% verlangsamen wird, das drittniedrigste Wachstum der letzten zwei Jahrzehnte –, sondern er wird auch unter den erhöhten Transaktionskosten angesichts dieser ungünstigeren geostrategischen Entwicklungen leiden. Die WTO hat kürzlich ihre Prognose für das Wachstum des Welthandels im Jahr 2023 auf 1% nach unten korrigiert, eine Einschätzung, die wir weitgehend teilen.

Deutschland: Moderate Rezession, schwacher Aufschwung

Angesichts der Verlangsamung des weltweiten BIP-Wachstums auf ein Niveau, das traditionell als globale Rezession bezeichnet wird, wäre die exportorientierte deutsche Wirtschaft bereits gefordert. Allerdings ist die Wirtschaft mit zwei zusätzlichen starken Gegenwinden konfrontiert. Erstens der durch den Ukraine-Krieg ausgelöste geopolitische Unsicherheitsschock, der sich vor allem in Sorgen über physische Versorgungsengpässe bei Erdgas äußert. Diese haben sich seit November stark abgeschwächt, da die deutschen Gasspeicher dank der um 1,6 Grad Celsius über dem Durchschnitt liegenden Novembertemperaturen besser als erwartet gefüllt waren, die industriellen Gasverbraucher kräftig gespart haben und die Abflüsse in die europäischen Nachbarländer deutlich zurückgegangen sind. Zweitens die steigende Inflation. Dies führt zu einem Terms of Trade-Schock, der die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie beeinträchtigt und zu einem realen Einkommensschock für die Verbraucher führt, trotz der umfangreichen fiskalischen Unterstützung in Höhe von EUR 264 Mrd. (fast 9% des deutschen BIP) über drei Jahre verteilt. Infolgedessen erwarten wir für 2023 einen Rückgang aller Komponenten der Binnennachfrage, mit Ausnahme des Staatsverbrauchs.



Das Risiko einer physischen Gasknappheit in Deutschland hat sich in den letzten Wochen weiter verringert. Dank der milden Temperaturen im Oktober und November ist die Gasnachfrage der privaten Haushalte im Vergleich zum Vorjahr deutlich gesunken. Die Industrie hat ihren Gassparkurs fortgesetzt. Auf der Angebotsseite sind die Gaslieferungen aus den Niederlanden und Belgien, Norwegen und (seit Mitte Oktober) Frankreich höher als erwartet ausgefallen. Zusammengekommen haben diese Faktoren dazu beigetragen, dass die Gasspeicher in Deutschland Mitte Dezember noch immer zu mehr als 90% gefüllt waren. Besonders hilfreich für diese Entwicklung war, dass der Anteil des Gases, das durch Deutschland in andere Länder geleitet wird (Anteil der Gasexporte an den Gasimporten), in den letzten Wochen auf einem sehr niedrigen Niveau von teilweise unter 20% lag. Im Durchschnitt der Jahre 2018 bis 2021 lag die Quote bei 40%. Diese niedrige Transitquote ist darauf zurückzuführen, dass die Gasnachfrage in den direkten Nachbarländern und Italien durch milde Temperaturen, eine schwache Industriekonjunktur und gut gefüllte inländische Speicher gedämpft wurde. Außerdem hat sich wahrscheinlich die vertragliche Grundlage für den Gastransit durch Deutschland geändert, seit Russland seine Gaslieferungen nach Deutschland eingestellt hat. In jedem Fall ist die Transitrate für Gas ein Schlüsselfaktor und ein wichtiger Frühindikator für die Versorgungslage in Deutschland. Auf der Angebotsseite ist positiv zu vermerken, dass die ersten schwimmenden LNG-Terminals in Deutschland bald in Betrieb genommen werden. Insgesamt drei solcher Terminals werden in Kürze bereit sein, Gas nach Deutschland zu liefern. Bei ausreichender Auslastung können sie mehr als 15% der derzeitigen deutschen Gasimporte abdecken.

Wir gehen derzeit davon aus, dass die Gasspeicher in Deutschland am Ende des Winters 2022/23 immer noch zu 40% gefüllt sein werden, selbst wenn die Transitrate wieder über 30% steigt. In unserem Szenario gehen wir davon aus, dass der Gesamtgasverbrauch um etwa 20% unter dem Niveau des Vorjahres liegen wird. Das ist ambitioniert, denn die Wintermonate zu Beginn des Jahres 2022 waren im Durchschnitt relativ mild, was den Gasverbrauch drückte. Bereits in den letzten Tagen waren die Gaseinsparungen der Haushalte im Jahresvergleich nicht mehr so hoch wie im November. Der Gesamtgasverbrauch könnte im Dezember um weniger als 10% gegenüber dem Vorjahr zurückgehen. Trotz der recht hohen Speicherstände im Spätwinter 2022/23 gibt es damit wenig Spielraum für einen höheren Gasverbrauch im Laufe des Jahres 2023, wenn die Gasspeicher vor der Wintersaison 2023/24 wieder weitgehend gefüllt sein sollen. Insofern bleibt die insgesamt positive Entwicklung der letzten Wochen eine Momentaufnahme.

Dies gilt auch für die Gaspreise am Großhandelsmarkt. Sie sind zwar gegenüber dem hohen Niveau vom August (mehr als EUR 300/MWh) deutlich gesunken, liegen aber immer noch um ein Vielfaches über dem Vorkrisenniveau (unter EUR 20/MWh Anfang 2021). In jüngster Zeit sind die Preise sogar wieder gestiegen (rund EUR 135 pro MWh für 1-Monats-Future Mitte Dezember), was u.a. mit den niedrigeren Temperaturen zusammenhängen dürfte. Auch die wirtschaftliche Entwicklung in China dürfte im kommenden Jahr einen großen Einfluss auf den LNG-Preis haben. Sollte die chinesische Wirtschaft schneller an Fahrt gewinnen – beispielsweise aufgrund der sich abzeichnenden Lockerung der Corona-Maßnahmen – wird dies die Nachfrage nach LNG erhöhen. Im laufenden Jahr hat die EU viele asiatische Länder auf dem LNG-Markt verdrängt, indem sie höhere Preise zahlte. Es wird erwartet, dass die weltweite Nachfrage nach LNG auch in den kommenden Jahren schneller wachsen wird als das Angebot. Infolgedessen wird der Gaspreis in Europa wahrscheinlich (deutlich) über dem Vorkrisenniveau bleiben.

Quelle: Deutsche Bank Research

Privater Verbrauch: Keine Rettung durch eine weiter sinkende Sparquote

Die privaten Haushalte werden im Jahr 2023 mit knapp 4% des verfügbaren Einkommens und im Jahr 2024 mit weiteren gut 2 ½% unterstützt. Dies wird jedoch nicht ausreichen, um den Kaufkraftverlust durch eine Inflation von durchschnittlich 7 bis 7 ½% im Jahr 2023 und 3 ½ bis 4% im Jahr 2024 auszugleichen. Es besteht noch erhebliche Unsicherheit, wie genau die Gas- und Strompreisbremsen in der Inflationsstatistik behandelt werden. Wir gehen davon aus, dass diese Maßnahmen ab März die Gesamtjahresrate um etwa ¾ bis 1 Prozentpunkt senken könnten. Zudem dürfte die Inflation im März aufgrund starker Basiseffekte (Heizöl und Benzin) sinken. Alles in allem könnte die Jahresteuerrate von etwa 10 ½% im Februar auf etwa 7 ¾% im März sinken. Der zugrunde liegende Preisdruck wird jedoch hoch bleiben. Wir gehen davon aus, dass die Kerninflation im Jahr 2023 nahe bei 5% liegen wird, da die höheren Inputpreise und die jüngsten Lohnabschlüsse trotz der nachlassenden Angebotsbeschränkungen weitergegeben werden. Für 2024 erwarten wir eine Kerninflation zwischen 2 ½% und 3%. Angesichts der stark gestiegenen wirtschaftlichen



Neue globale Realitäten

Unsicherheit, insbesondere über das Ausmaß des Anstiegs der Energierechnung, dürften die Haushalte den Realeinkommensverlust nicht durch einen weiteren erheblichen Rückgang der Sparquote ausgleichen, was zu einem Rückgang des privaten Verbrauchs um etwa 1% führt.

Terms of Trade-Schock belastet Exporte und Investitionsausgaben

Deutschland: Wirtschaftsprognosen

6

% gg.Vj.	2021	2022P	2023P	2024P
Reales BIP	2,6	1,7	-1,0	1,0
Privater Konsum	0,4	4,4	-0,9	1,2
Staatsausgaben	3,8	2,0	2,0	1,4
Anlageinvestitionen	1,2	0,4	-1,6	1,1
Ausrüstungen	3,5	2,9	-0,8	2,0
Bau	0,0	-1,7	-4,3	-0,4
Lager, %-Punkte	0,5	0,3	0,2	-0,2
Exporte	9,7	2,9	0,0	1,7
Importe	9,0	6,3	1,5	1,7
Nettoexport, %-Punkte	0,8	-1,3	-0,7	0,0
Konsumentenpreise (nat. Def.)	3,1	8,0	7,1	3,9
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,3	5,6	5,4
Budgetsaldo, % BIP	-3,7	-2,3	-4,0	-3,2
Leistungsbilanzsaldo Mrd. EUR	265	115,0	130	164
% BIP	7,4	3,0	3,2	3,9

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

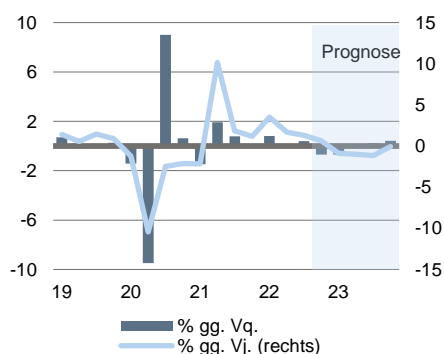
Die höheren Energiepreise haben die Einschätzung der deutschen Industrie hinsichtlich ihrer Wettbewerbsposition außerhalb der WWU auf einen historischen Tiefstand gebracht. Zusammen mit dem schwachen globalen Wachstum und dem Welthandel wird dies zu einem Rückgang der Nettoexporte und der Investitionsausgaben führen. Die Bauinvestitionen, mit einem BIP-Gewicht von 12 ½% doppelt so hoch wie die Investitionen in Maschinen und Anlagen, werden einen erheblichen Rückgang erleiden, da die Kombination aus größerer wirtschaftlicher Unsicherheit, Preissteigerungen von mehr als 30% in den letzten drei Jahren und dem Anstieg der Hypothekenzinsen von unter 1% auf vorübergehend 4% die Nachfrage im Wohnungsbau massiv getroffen hat.

Rezession im Winterhalbjahr

Wir erwarten, dass sich die konjunkturelle Schwäche auf das Winterhalbjahr konzentriert und in Q4/Q1 zum einem BIP-Rückgang von insgesamt 1,4 Prozentpunkten führen wird. Die anschließende Erholung wird jedoch angesichts der anhaltenden Belastung durch die hohen Energiepreise, der Auswirkungen der für Mitte 2023 erwarteten US-Rezession und der kumulierten Effekte der geldpolitischen Straffung – wir erwarten, dass die EZB-Zinssätze bis zum Frühjahr 2023 auf 3 ¼% steigen werden – nur schwach ausfallen. Erst gegen Ende des Jahres 2023 werden die vierteljährlichen BIP-Zahlen beginnen, sich dem Trendwachstum anzunähern, d.h. Quartalsraten von etwas über 0,3% zu erreichen. Daher erwarten wir, dass das BIP nach einem Anstieg von 1,7% im Jahr 2022 im Jahr 2023 um etwa 1% schrumpfen und im Jahr 2024 um bescheidene 1% wachsen wird. Dies entspräche den Schätzungen für das potenzielle BIP, das sich 2024 auf etwa 1% verlangsamen und bis 2027 weiter auf nur noch knapp über ½% sinken dürfte.²

Deutsche Wirtschaft dürfte ab Q4 in eine Rezession rutschen

7



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Das globale System in der Permakrise

Bereits 2021, fast ein Jahr vor dem russischen Angriff auf die Ukraine, warnten einige Forscher, dass Europa in ein Zeitalter der Permakrise eingetreten sei, in dem Volatilität, Unsicherheit und ein anhaltendes Gefühl des Notstands zur neuen Normalität geworden seien.^{3,4} Während dies auf dem Höhepunkt der europäischen Corona-Lockdowns, wo sich die Lebensumstände im Grunde über Nacht verändert hatten, ziemlich offensichtlich schien, fügte der Ukraine-Krieg diesem Narrativ eine noch beunruhigendere Dimension hinzu. Erstens wurde die weit verbreitete Annahme, dass zumindest in Europa Krieg kein Mittel mehr ist, um politische Ziele zu erreichen (obwohl die Annexion der Krim diese Wahrnehmung bereits untergraben haben sollte), eklatant widerlegt. Zweitens sahen sich selbst Haushalte der Mittelschicht plötzlich mit einer Situation konfrontiert, in der sie befürchteten, ihre steigenden Energierechnungen nicht mehr bezahlen zu können und den Zugang zu einer beheizten Wohnung zu verlieren – ei-

² Gemeinschaftsdiagnose 2-2022.

³ Das Zeitalter der Permakrise, F. Zuleeg, A. Emmanouilidis, R. Borges de Castro. April 2021.

⁴ Polycrisis oder VUCA-World (volatile, uncertain complex and ambiguous) sind alternative Bezeichnungen für dieses Phänomen.



nes der wichtigsten physiologischen Bedürfnisse in der Maslowschen Bedürfnishierarchie (wobei Sicherheit und Geborgenheit die zweite Bedürfnisebene darstellen).

Das Konzept der Permakrise basiert auf der Theorie der Systemkomplexität, bei der verschiedene wirtschaftliche, soziale und technologische Systeme so eng miteinander verflochten sind, dass die Rückkopplungsschleifen innerhalb und zwischen den verschiedenen Teilsystemen nicht mehr vollständig verstanden werden, geschweige denn vorhersehbar sind. Eine solche Situation ist auch ein fruchtbarer Nährboden für extreme politische Ansichten und alle Arten von Verschwörungstheorien, da die Bürger nach Struktur und Gewissheit suchen, was sie anfälliger für einfache Antworten macht, die in der Regel eine Leugnung des Sachverhaltes oder aber die Präsentation eines Sündenbocks beinhalten. Politische Entscheidungsträger, die gewählt wurden, um in solchen Situationen die Führung zu übernehmen, sind natürlich mit dem gleichen Maß an Unsicherheit konfrontiert. Wenn sie dann ihre Positionen und ihre Politik als Reaktion auf veränderte Fakten ändert, wird ihnen von ihren Gegnern gar vorgeworfen, frühere Versprechen nicht eingehalten zu haben. Beispiele dafür sind der Ausstieg aus der Kernenergie, das Ende der Braunkohleförderung und sogar die Sicherheits- und Verteidigungspolitik. In einer Situation des Notstands und der Ungewissheit wird der Schutz des Status quo für Bürger und Unternehmen gleichermaßen zu einer sehr attraktiven Option, und von den Regierungen wird erwartet, dass sie in dieser Hinsicht liefern. Die Erfüllung dieser Erwartungen kann aber aufgrund von Budgetrestriktionen nicht dauerhaft gelingen.

Das deutsche Wirtschaftsmodell unter Druck

Schlüsselemente der Permakrise, zumindest aus heutiger Sicht, sind: Die Energiekrise, die Klimakrise, die Migrationskrise, die ansteigende Inflation und der geopolitische Konflikt zwischen den USA und China. Deutschland mit seinem Export(industrie)-orientierten Wirtschaftsmodell, seiner hohen Abhängigkeit von (fossilen) Energieimporten, seinem eher großzügigen Sozialsystem und seinem durch jahrzehntelange Unterfinanzierung geschwächten Verteidigungssystem ist offensichtlich an mehreren Fronten gefordert.

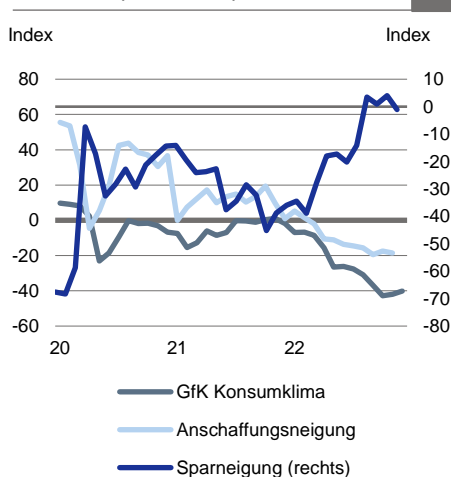
Um den Status quo während der Corona-Krise und während der aktuellen Energiekrise zu schützen, wird Deutschland innerhalb von fünf Jahren mehr als EUR 750 Mrd. oder mehr als 25% des BIP ausgeben. Während ein Teil des Geldes für Zukunftsprojekte verwendet wird, wird der Großteil nicht für die Finanzierung dringend notwendiger Ausgaben für Infrastruktur, Digitalisierung oder Bildung zur Verfügung stehen – alles Maßnahmen, die das zukünftige Wachstumspotenzial erhöhen würden. Darüber hinaus ist es zwar attraktiv, den Status quo zu schützen, aber eine solche Politik verlangsamt oder behindert den Prozess der schöpferischen Zerstörung, das Ausscheiden nicht wettbewerbsfähiger Unternehmen aus dem Markt, wodurch Ressourcen, nicht zuletzt knappe Arbeitskräfte, frei werden, die in neuen aufstrebenden Sektoren und Unternehmen eingesetzt werden können. Während die super-expansive Geldpolitik im letzten Jahrzehnt die finanziellen Zwänge durch immer niedrigere Zinsen massiv reduziert hat, hat seit 2020 die Fiskalpolitik das Ruder übernommen. Fiskal- und Geldpolitik können und sollen zwar einen vorübergehenden Nachfragerückgang ausgleichen, können aber auf Dauer kein Wachstum erzeugen. Dies ist ein Versprechen, das die sogenannte Neue Geldtheorie gibt. Die gegenwärtig stark ansteigende Inflation hat zumindest nach Ansicht konservativer Ökonomen gezeigt, dass sie nicht funktioniert. Natürlich bietet eine Krise immer die Chance für einen Wandel. Im Moment jedoch stellen die Hauptbestandteile der gegenwärtigen Permakrise ein großes Hindernis für das Wachstum dar, was bedeutet, dass die Gesellschaften in einer Ära schrumpfender Wohlfahrt letztlich vor schwierigen Entscheidungen stehen werden.



Kaufkraftverlust wird privaten Verbrauch in 2023 empfindlich treffen

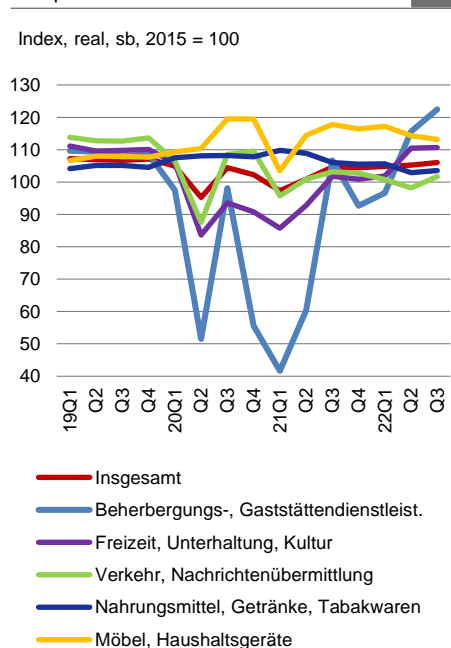
- Der inflationsbedingte Kaufkraftverlust und das anhaltend gedrückte Konsumklima dürften den privaten Verbrauch im Winter 2022/23 schrumpfen lassen. Im Jahresdurchschnitt von 2023 erwarten wir einen Rückgang um etwa 1%, nach einem Plus von gut 4,3% im Jahr 2022. Im Jahr 2024 könnte der private Konsum wieder um gut 1% expandieren.
- Staatliche Unterstützungsmaßnahmen, wie die Gas- und Strompreisbremsen, dürften einen Absturz des privaten Verbrauchs im Jahr 2023 verhindern. Die nominal verfügbaren Einkommen werden spürbar zulegen, jedoch nicht genug, um den Anstieg der Verbraucherpreise zu kompensieren. Erst im Jahr 2024 dürfte das real verfügbare Einkommen wieder gut 1% zulegen.

GfK Konsumklima abgestürzt, vorerst ist Sparen Trumpf



Quelle: GfK

Tourismus, Gastgewerbe & Kultur trieben den privaten Konsum im Sommer 2022



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die privaten Haushalte waren im laufenden Jahr mit einem anspruchsvollen Umfeld konfrontiert. Auch im kommenden Jahr dürfte sich die Situation nur langsam verbessern. Während die nachlassenden Pandemiebeschränkungen ab Frühjahr 2022 eine kräftige Erholung des privaten Verbrauchs versprochen, brach mit der russischen Invasion der Ukraine plötzlich ein neuer, sehr bedeutender Unsicherheitsfaktor über die Konsumenten herein. Trotz eines massiven Einbruchs des Verbrauchervertrauens und inflationsbedingter Kaufkraftverluste hielt sich der private Verbrauch zumindest bis Q3 überraschend robust und dürfte im Jahresdurchschnitt 2022 real um gut 4,3% gg. Vj. expandieren.

Bis Ende des Sommers überwog offenbar eine kräftige Nachholdynamik, die in Teilen von den während der pandemiebedingten Einschränkungen aufgebauten Ersparnissen (gem. Schätzung der Bundesbank in der Spitze etwa EUR 200 Mrd.) befeuert worden sein dürfte.

Das zeigt unter anderem die Entwicklung der Ausgaben während des Sommerhalbjahres für Beherbergung und Gaststätten (preis- und saisonbereinigt: +27%) sowie für Freizeit und Kultur (knapp 9%). Im selben Zeitraum waren die realen Ausgaben für Nahrungsmittel (-2%) oder Möbel und Haushaltsgeräte (-3,5%) dagegen rückläufig. Im Winterhalbjahr 2022/23 dürften dann die Nachholdynamik bei Dienstleistungen deutlich an Schwung einbüßen. Wenn dann für den privaten Verbrauch insgesamt die negativen Inflationseffekte⁵ überwiegen werden, dürfte es in Q4 2022 und Q1 2023 jeweils zu einem Rückgang von gut 1% gg. Vq. kommen.

Im Gesamtjahr 2023 dürfte der private Verbrauch um etwa 1% gg. Vj. zurückgehen. Der anhaltende Preisdruck (VPI 2023: 7,1%) wird die real verfügbaren Einkommen (2023: -2 ¾%) vorerst weiter belasten. Auch das Konsumklima dürfte sich nur langsam normalisieren, insbesondere mit Blick auf die geopolitische Lage. Nach den Wintermonaten dürfte die Erholung des privaten Konsums daher eher gedämpft ausfallen. Vor diesem Hintergrund erscheint es plausibel, dass viele Konsumenten bei ihren Ausgaben Vorsicht walten lassen und die Sparquote, soweit möglich, nicht weiter absenken. Nach der Stabilisierung Mitte 2022 dürfte sie auch in den kommenden beiden Jahren zwischen 10 und 11% liegen.

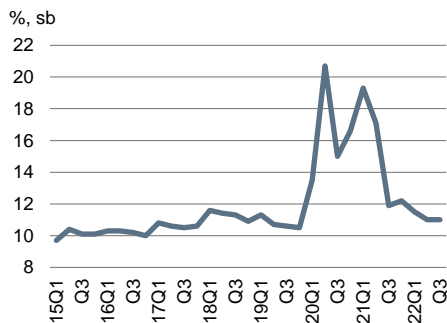
Verschiedene fiskalische Stützungsmaßnahmen könnten einen noch kräftigeren Rückgang des privaten Verbrauchs in 2023 verhindern und dürften auch in 2024 unterstützen. Allen voran werden die Gas- und die Strompreisbremse die Verbraucher spürbar entlasten (in 2023 geplant: EUR 83 Mrd.). Hinzu kommt für

⁵ Im Gegensatz zum Verbraucherpreisindex (fixer Warenkorb von 2015) berücksichtigt der Deflator des privaten Konsums auch aktuelle Mengenanpassungen (Paasche-Index). Daher fallen bspw. die Preisanstiege bei Energie nicht im gleichen Maße ins Gewicht.



Neue globale Realitäten

Deutsche Sparquote stabilisierte sich zuzetzt nahe ihres langjährigen Mittelwertes **10**



Quelle: Deutsche Bundesbank

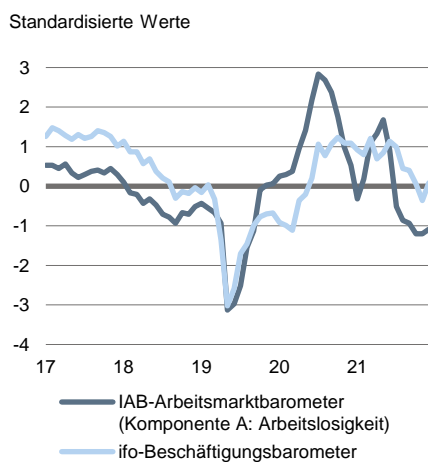
etwa 2 Mio. Haushalte eine Heizkostenunterstützung im Rahmen des Wohngeldes. Für rund 21 Mio. Rentnerinnen und Rentner könnten es im Juli 2023 erneut eine spürbare Erhöhung (2023: West: 3,5% Ost: 4,2%, nach 2022: West: 5,35%, Ost: 6,2%) geben. Auch die Tariflöhne dürften im kommenden Jahr deutlich steigen. Wenn zudem weiterhin steuer- und abgabenfreie Inflationsausgleichsprämien vereinbart werden (möglich bis Ende 2024 und nicht notwendigerweise an Tarifverhandlungen gebunden), könnten die Effektivverdienste sogar um 5 ½% zulegen und auch in 2024 etwa 5% ansteigen. Eine insgesamt robuste Arbeitsmarktlage dürfte das Verbrauchervertrauen ebenfalls stützen.

Unter Berücksichtigung der erwarteten Einkommens- und Inflationsentwicklung (2024 VPI: 3,9%) sowie in Kombination mit den fiskalischen Stützungsmaßnahmen und der Annahme einer Normalisierung des Konsumklimas könnte der private Verbrauch im Jahr 2024 um gut 1% zulegen. Das Vor-Pandemieniveau dürfte der private Verbrauch aber erst in H1 2025 erreichen.

Marc Schattenberg (+49 69 910-31875, marc.schattenberg@db.com)

Arbeitsmarkt bleibt robust, verliert aber an Dynamik

Arbeitsmarktfrühindikatoren **11**



Quellen: ifo, IAB

- Nach einer weiteren Erholung der Erwerbstätigkeit im Jahr 2022 dürfte sich deren Dynamik infolge der konjunkturellen Gegenwinde im Jahr 2023 spürbar verlangsamen. In Kombination mit „Matching-Problemen“ könnte die Erwerbstätigkeit in 2024 nahezu stagnieren. Der sukzessive Renteneintritt der „Baby-Boomer“ dürfte sie in den Folgejahren sogar sinken lassen.
- Nach dem Muster der jüngsten Einigung in der Metall- und Elektroindustrie könnten sich auch die Verhandlungsergebnisse der Tarifrunde 2023 aus moderaten prozentualen Anhebungen und kräftigen Einmalzahlungen zusammensetzen. Daher dürften die Effektivverdienste in den Jahren 2023 und 2024 um 5 ½ und 5% zulegen.

Anstieg der Erwerbstätigenzahl kommt bis 2024 zum Erliegen

Die von der Normalisierung der Pandemielage getriebene Konjunkturbelebung führte auch zu einer deutlichen Erholung der Erwerbstätigkeit im laufenden Jahr (2022: 45,54 Mio., 1 ¼% gg. Vj.). Allerdings büßte dieser Sondereffekt im Verlauf des Sommers schon wieder an Schwung ein. Im Zuge der von uns für das Winterhalbjahr erwarteten Rezession dürfte sich die Verlangsamung fortsetzen. Dennoch lag die saisonbereinigte Erwerbstätigenzahl im Oktober gut 180.000 über ihrem Vor-Pandemie-Niveau (Feb. 2020: 45,43 Mio., sb.). Im Jahresdurchschnitt 2023 dürfte sie dann nur noch um knapp 150.000 (+0,3% gg. Vj. auf 45,68 Mio.) zulegen und im Jahr 2024 nahezu stagnieren. Danach wird sich der Austritt der Baby-Boomer (Geburtsjahrgänge 1959 bis 1967) aus dem Erwerbsleben sukzessive stärker auswirken, sodass die Erwerbstätigenzahl trendmäßig abnimmt.

Die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung erholte sich im Jahr 2022 noch kräftiger als die Erwerbstätigkeit allgemein und dürfte im Jahresdurchschnitt etwa 1,8% auf 34,54 Mio. zulegen. Bis September (aktueller Datenstand) verzeichneten vor allem die Berufsgruppen Immobilien und technische Dienstleistungen (74.754), Information und Kommunikation (IT: 60.882), Gastgewerbe (38.069) und die öffentliche Verwaltung (36.160) besonders kräftige Zuwächse. Aber auch im Verarbeitenden Gewerbe, im Handel, in den Erziehungsberufen



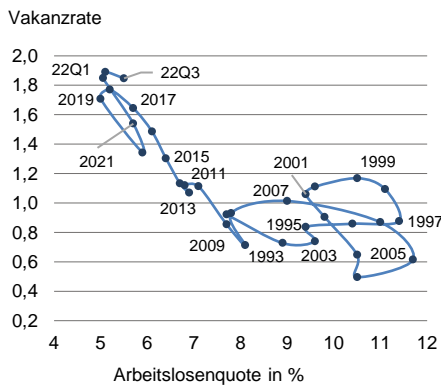
Neue globale Realitäten

und im Gesundheitswesen wurden jeweils zwischen 22.000 und 28.000 Stellen aufgebaut. Damit lag die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung zuletzt knapp 820.000 Personen über dem Februar 2020.

Einstellungsbereitschaft könnte durch Rezession ins Stocken geraten, zudem hinkt das Job-Matching

Beveridge-Kurve für Deutschland

12



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research

Trotz des verbreiteten Fachkräftemangels könnte der Beschäftigungsaufbau im Winter 2022/23 einen temporären Dämpfer bekommen, wenn die Einstellungsbereitschaft rezessionsbedingt zurückgeht. Vorlaufende Arbeitsmarktindikatoren deuten bereits in diese Richtung.

Zudem dürfte es angesichts des gegenwärtig engen Arbeitsmarkts weiterhin schwierig bleiben, passendes Personal zu finden. Das heißt, der Matching-Prozess zwischen angebotenen und gesuchten Qualifikationen ist anspruchsvoll und dauert gegebenenfalls länger. Im Extremfall würde dann selbst bei einer Vielzahl offener Stellen die Arbeitslosenzahl kaum mehr zurückgehen.

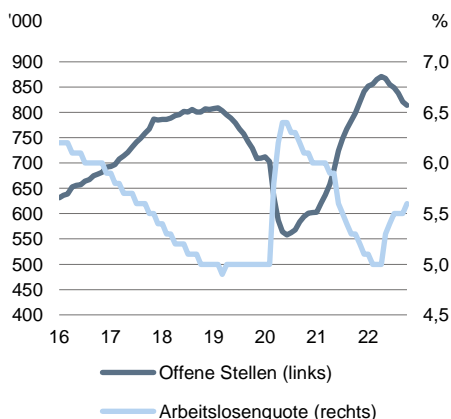
Wie ausgeprägt diese Entwicklung bereits in den letzten Jahren war, lässt sich mit der sogenannten Beveridge-Kurve illustrieren. Die jüngsten Datenpunkte weisen eine hohe Vakanzrate (offene Stellen in Relation zur Erwerbsbevölkerung) bei geringer Arbeitslosenquote aus. Datenpunkte, die hingegen weit rechts vom Ursprung entfernt liegen, würden ein schlechtes Job-Matching bzw. eine volkswirtschaftliche Krisensituation signalisieren.

Neben den konjunkturellen Gegenwinden könnten auch die beschriebenen Matching-Probleme dazu beitragen, dass sich der Aufwuchs der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung im Jahresdurchschnitt von 2023 auf 0,7% gg. Vj. und in 2024 auf 0,3% verlangsamt. Vor allem in den darauffolgenden Jahren wird die Alterung und Schrumpfung der Erwerbsbevölkerung einem Beschäftigungsaufbau entgegenstehen.

Registrierung ukrainischer Flüchtlinge lässt Arbeitslosigkeit ansteigen, keine massive Zunahme der Kurzarbeit zu erwarten

Deutscher Arbeitsmarkt weiter robust, Sonderfaktor ukrainische Kriegsflüchtlinge

13



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Mit der Erholung der Erwerbstätigkeit wäre im Jahr 2022 auch ein weiterer Rückgang der Arbeitslosigkeit zu erwarten gewesen. Da jedoch seit Mitte des Jahres ukrainische Kriegsflüchtlinge in den Jobcentern und Arbeitsagenturen für den Bezug der Grundsicherung registriert werden (Nov: 457.068 erwerbsfähige Personen), ist somit auch die Arbeitslosenzahl angestiegen. Im Jahresdurchschnitt 2022 dürfte die Arbeitslosenquote daher nur auf 5,3% zurückgehen, nach 5,7% in 2021. Gemäß Angaben der Bundesagentur für Arbeit ebnete der Sonderfaktor bis zum Herbst ab, da eine Vielzahl der Flüchtlinge aus der Ukraine mittlerweile an Integrations- und Weiterbildungsmaßnahmen teilnehmen. Sie zählen nun nicht mehr als arbeitslos, sondern werden in der Unterbeschäftigung erfasst. Dennoch könnten infolge der im Winter 2022/23 erwarteten Rezession die monatlichen Arbeitslosenzahlen in saisonbereinigter Rechnung vorerst weiter zulegen, um etwa 10.000 bis 15.000 pro Monat. Da eine Erholung im Jahresverlauf 2023 eher schwach ausfallen dürfte, könnte die Arbeitslosenzahl im kommenden Jahr infolge des Basiseffekts auf knapp 2,59 Mio. (2022: 2,41 Mio.) ansteigen. Die Quote würde dann auf 5,6% klettern. Erst mit der weiteren Belebung der Konjunktur in 2024 dürfte die Arbeitslosenrate auf 5,4% zurückgehen.

Wenngleich vor allem energieintensive Unternehmen mit empfindlichen Preisanstiegen zu kämpfen haben, erwarten wir in der Breite der Volkswirtschaft dennoch keinen massiven Anstieg der Kurzarbeit. Physische Gasrationierungen im Winter 2022/23 sind zuletzt unwahrscheinlich geworden.



Tarifverhandlungen für rund 11 Mio. Beschäftigte

Angesichts der massiven inflationsbedingten Kaufkraftverluste dürften auch in der Tarifrunde des Jahres 2023 die Forderungen der Arbeitnehmer nach kräftigem Inflationsausgleich den Ton angeben. So fordert beispielsweise die Gewerkschaft ver.di für den Öffentlichen Dienst von Bund und Gemeinden eine Entgeltsteigerung von 10,5%! Insgesamt werden im kommenden Jahr für knapp 11 Mio. Arbeitnehmer neue Tarifverträge ausgehandelt. Zu den größten Gruppen (knapp oder mehr als 1 Mio. Beschäftigte) zählen der schon genannte Öffentliche Dienst von Bund und Gemeinden, der Einzelhandel in den verschiedenen Regionen, wie auch der Groß- und Außenhandel und nicht zuletzt der Öffentliche Dienst der Länder (ohne Hessen). Diese, aber auch die vielen kleineren Bereiche, dürften sich wohl an den jüngsten Tarifabschlüssen in der Metall- und Elektroindustrie oder dem der chemischen Industrie orientieren. Diese sind eine Kombination aus vergleichsweise moderaten prozentualen Lohnsteigerungen und kräftigen Einmalzahlungen in Form von steuer- und abgabenfreien „Inflationsausgleichsprämien“. Bis zum Jahr 2024 können diese insgesamt bis zu EUR 3.000 je Beschäftigten betragen. Nach diesem Muster dürften die Tariflöhne in den Jahren 2023 und 2024 um jeweils gut 4 ½% zulegen. Dank der zu erwartenden Anwendung des Instruments der Inflationsausgleichsprämien dürften die Effektivverdienste sogar um 5 ½ und 5% ansteigen. Da diese Einmalzahlungen branchenspezifisch variieren dürften und zudem nicht an Tarifverhandlungen gebunden sind, besteht eine gewisse Unsicherheit hinsichtlich des Gesamteffekts. Die Lohndrift könnte in den kommenden beiden Jahren somit bei 1 bzw. ½ %-Punkt liegen, nach etwa 2 %-Punkten in 2022. Neben dem Inflationsausgleich spiegelt sich in der positiven Lohndrift auch die nach wie vor hohe Nachfrage nach (qualifizierten) Arbeitskräften wider.

Tarifverhandlungen in ausgewählten* Branchen

14

Tarifbereich	Kündigungstermin	Beschäftigte
Öffentlicher Dienst (Bund, Gemeinden)	31. Dez. 2022	2.777.300
Zeitarbeit (BAP, iGZ), Fortsetzung obere Vergütungsgruppen	31. Dez. 2022	735.000
Bewachungsgewerbe (o. Sonderbereiche, versch. Regionen)	31. Dez. 2022	151.900
Deutsche Post AG	31. Dez. 2022	160.000
Deutsche Bahn AG	28. Feb. 2023	119.200
Einzelhandel (Hessen)	31. Mrz. 2023	592.700
Kfz-Gewerbe	31. Mrz. 2023	409.500
Einzelhandel (NRW und weitere Regionen)	30. Apr. 2023	1.583.900
Groß- und Außenhandel (NRW und weitere Regionen)	30. Apr. 2023	1.175.300
Einzelhandel (Sachsen-Anhalt, Thüringen, Sachsen)	31. Mai. 2023	212.200
Einzelhandel (Berlin, Mecklenburg-Vorpommern, Brandenburg)	30. Jun. 2023	234.400
Öffentlicher Dienst (Länder ohne Hessen)	30. Sep. 2023	938.800
Holz und Kunststoff verarbeitende Industrie (versch. Regionen)	30. Nov. 2023	178.900
*Verhandlungen für mehr als 100.000 tariflich gebundene Beschäftigte		

Quellen: WSI-Tarifarchiv, Deutsche Bank Research

Im Rückblick auf das Jahr 2022 konnten die Tarifverdienste lediglich gut 2 ½% zulegen. Dafür waren großteils die zurückhaltenden Vereinbarungen aus den beiden Pandemie Jahren verantwortlich. Allerdings dürften die Effektivverdienste mit gut 4 ½% deutlich kräftiger zulegen. Gründe sind Rückgang der Kurzarbeit



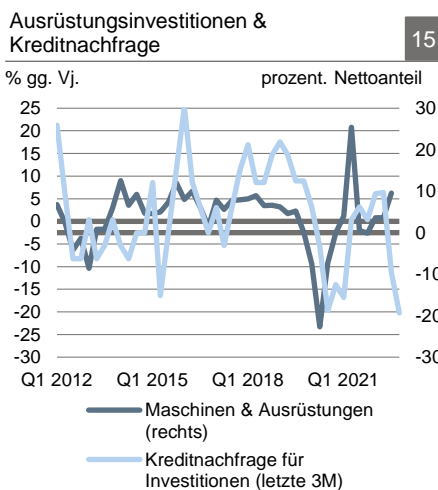
Neue globale Realitäten

im Frühjahr, die verschiedenen Sonderzahlungen (u.a. Corona-Bonus im Öffentlichen Dienst der Länder: EUR 1.300, Brückengeld in der Chemischen Industrie: EUR 1.400) und die stufenweise Anhebung des Mindestlohns bis Oktober auf EUR 12 pro Stunde.

Marc Schattenberg (+49 69 910-31875, marc.schattenberg@db.com)

Investitionsausgaben: Projekte wegen Unsicherheitsschock auf Eis

- Der Energie- und Unsicherheitsschock wird im Winterhalbjahr, wenn die Impulse des Nachholbedarfs bei gewerblichen Fahrzeugzulassungen nachlassen, zu einem Rückgang der Investitionsausgaben führen.
- Nach einem Rückgang von fast 1% im Jahr 2023 dürften die Ausrüstungsinvestitionen im Jahr 2024 um etwa 2% steigen und damit erstmals wieder das Niveau von vor der Corona-Krise erreichen.



Die Ausrüstungsinvestitionen sind in den letzten vier Quartalen gestiegen. Trotz des Rückgangs der Geschäftserwartungen bis in den Herbst stiegen die Investitionen in Ausrüstungen im dritten Quartal um solide 2,7% gegenüber dem Vorquartal. Dies war wahrscheinlich zu einem großen Teil auf Investitionen in neue Nutzfahrzeuge zurückzuführen, die in der Regel etwa 30% der gesamten Investitionsausgaben ausmachen. Die Neuzulassungen von Personenkraftwagen stiegen im 3. Quartal um 13,4% gegenüber dem Vorquartal und profitierten von nachlassenden Lieferengpässen in der Automobilproduktion. Auf gewerbliche Zulassungen – ein wesentlicher Teil der Ausgaben für Ausrüstungsinvestitionen – entfallen fast 2/3 aller Pkw-Neuzulassungen. Auch die Nutzfahrzeugzulassungen (schwere Lkw usw.) dürften angesichts der nachlassenden Lieferprobleme in der Automobilindustrie zugelegt haben. Die Vermutung, dass die Investitionsausgaben hauptsächlich durch das Fahrzeugsegment getrieben wurden, wird auch durch den Rückgang der inländischen Investitionsgüterbestellungen (ohne Personenkraftwagen) im dritten Quartal um 8,4% gegenüber dem Vorquartal gestützt (nach einem vorübergehenden Anstieg um 3,3% im zweiten Quartal).

Trübe kurzfristige Aussichten führen zu Investitionskürzungen



Da die aufgestaute Nachfrage nach Fahrzeugen wahrscheinlich nachlässt, bleiben die Aussichten für die Investitionsausgaben insgesamt trübe, zumindest bis zum Frühjahr nächsten Jahres. Die ifo-Geschäftserwartungen – ein hervorragender Indikator für die Gewinnerwartungen der Unternehmen und ihre Investitionsabsichten – haben sich im November/Dezember um insgesamt 8 Punkte verbessert und damit den Einbruch vom September/Oktober wettgemacht. Dennoch liegt der Wert 14 Punkte unter dem langfristigen Durchschnitt und ist ein deutlicher Hinweis auf den Schock, den der Unternehmenssektor derzeit erlebt. Umfragen zeigen, dass die Unternehmen angesichts der hohen Unsicherheit Investitionsprojekte zurückstellen, um die ausufernden Energie- und Rohstoffkosten zu kompensieren.⁶ Im Verarbeitenden Gewerbe beabsichtigen 8% der Befragten, Teile ihrer Produktion zu verlagern, um auf die steigenden Energiekosten in Deutschland zu reagieren. Angesichts der weit verbreiteten Rezessionserwartungen ist der Saldo der Unternehmen, die in den nächsten 12 Monaten ihre Investitionen erhöhen wollen, auf 22 gesunken, ein Wert, der zuletzt während der Finanzkrise erreicht wurde (langfristiger Durchschnitt 27). Vor allem in der

⁶ „Die deutsche Wirtschaft im Sog der Energiekrise“, DIHK-Konjunkturumfrage, Herbst 2022



Neue globale Realitäten

Steigende Pkw-Zulassungen im 3. Quartal **17**



Quelle: EZB

energieintensiven Grundstoffindustrie wurden die Investitionspläne zurückgeschraubt. Bei den Investitionsgütern passen sich auch die Maschinenbauunternehmen nach unten an. Im Gegensatz dazu haben sich die Investitionspläne im Automobilssektor (gegenüber der Frühjahrsumfrage) stark verbessert, der Saldo ist mit einer Verbesserung um 12 Punkte wieder ins Plus geklettert (+2). Einige kleinere Branchen werden von der zusätzlichen Nachfrage infolge der hohen Energiepreise und der regulatorischen Rahmenbedingungen (Subventionen) profitieren und planen Kapazitätserweiterungen (z.B. Hersteller von Elektrowärmepumpen, erneuerbare Energietechnologien). Teile der Elektroindustrie dürften auch in der akuten Energiekrise durch den Trend zu Elektrifizierung, Energieeffizienz und Digitalisierung Impulse erhalten. Dies wird jedoch nicht ausreichen, um das insgesamt negative Investitionsumfeld zu kompensieren, zumal in den wenigen Branchen mit positiven Auftragsperspektiven nach wie vor Versorgungsengpässe relevant sind.

Investitionsniveau von vor der Krise erreicht im Jahr 2024

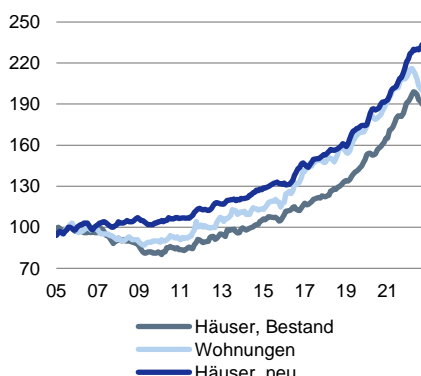
Die Kapazitätsauslastung ist im 4. Quartal wieder gesunken, liegt aber immer noch etwa 1 Prozentpunkt über ihrem langfristigen Durchschnitt. Laut dem aktuellen Bank Lending Survey setzte sich der im dritten Quartal begonnene Einbruch der Kreditnachfrage für Investitionszwecke im 4. Quartal fort. Mit -19 erreichte der Saldo erneut den Tiefststand, der zuletzt im 3. Quartal 2020 auf dem Höhepunkt der Corona-Krise zu beobachten war. Wir erwarten für Q4 und Q1 2023 einen Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen um etwa 2% (qoq). Hohe Energiepreise und ein schwaches globales Wachstum, das durch die für Mitte 2023 erwartete Rezession in den USA belastet wird, werden danach nur eine eher schwache Erholung zulassen. Infolgedessen dürften die Investitionsausgaben 2023 um fast 1% zurückgehen. Mit einem Anstieg von etwa 2% im Jahr 2024 könnte die Phase der Investitionsflaute endlich zu Ende gehen, und die Investitionsausgaben dürften in der zweiten Jahreshälfte 2024 wieder das Niveau von 2019 – dem Jahr vor der Corona-Krise – erreichen. Dennoch werden fast fünf Jahre Unterinvestition ihren Tribut in Bezug auf das Produktivitätswachstum und das Produktionspotenzial Deutschlands fordern, das bereits zunehmend durch eine schrumpfende Erwerbsbevölkerung belastet wird.

Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)

Haus- und Wohnungspreise

18

2005=100



Quellen: Hypoport, Deutsche Bank Research

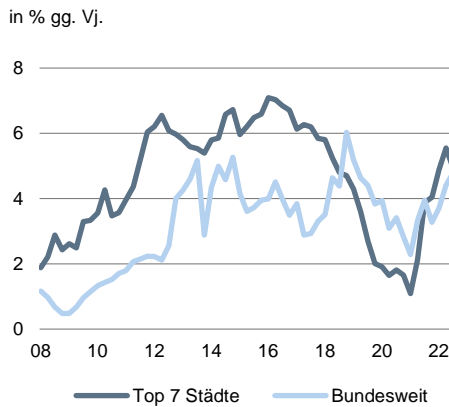
Schwere Baurezession voraus. Immobilienmarkt mit viel Licht und viel Schatten

- Wohnungs- und Häusermarkt: Divergierende Ansichten zwischen Käufern und Verkäufern reduzieren Transaktionszahl. Preise könnten weiter fallen. Aber eher Preisdelte als massiver Preisrückgang.
- Büromarkt normalisiert sich. Die Homeoffice-Debatte dürfte geklärt sein. Wir halten geringere Leerstände im Jahr 2023 für wahrscheinlich.
- Die bestehenden Trends im Einzelhandels- und Logistikmarkt dürften sich im Jahr 2023 fortsetzen. Spitzenmieten in den Metropolen sollten im Einzelhandel weiter fallen und im Logistikmarkt weiter zulegen.
- Der Bau erlebt eine schwere Rezession. Die Bauinvestitionen dürften über die Jahre 2022 und 2023 insgesamt um 6% zurückgehen.



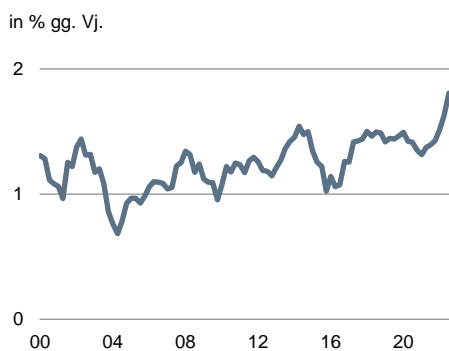
Neue globale Realitäten

Mieten von Mehrfamilienhäusern 19



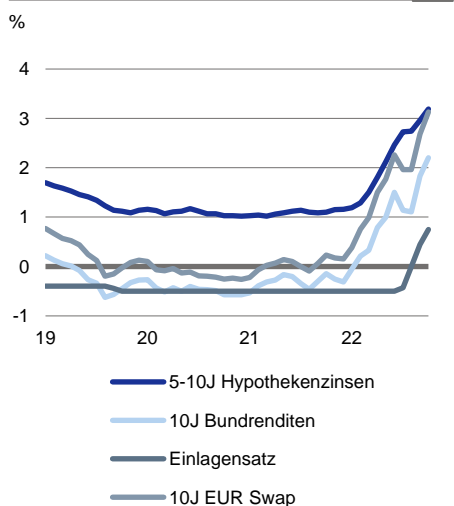
Quellen: Deutsche Bank Research, vdp

Bestandsmieten laut Verbraucherpreiswarenkorb 20



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

5-10J Hypothekenzinsen vs. EZB Einlagensatz 21



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Wohnungsmarkt: Der Boom ist zu Ende

Der Preisgipfel wurde im Frühjahr erreicht. In der Folge gaben lt. Hypoport die Hauspreise von Bestandsobjekten um 5% und Wohnungspreise um rund 8 ½% nach. Die Stimmung unter den Investoren ist gemischt, teilweise werden weitere Preisrückgänge von bis zu 20% erwartet. Einige Investoren und auch wir erwarten aber nur eine Preisdelle. Dies sind unsere Argumente:

- Der Preisrückgang ist hauptsächlich ausgelöst durch den nominalen Zinsschock, im Jahr 2022 profitierten die Investoren aber von tief negativen Realzinsen. Aufgrund der hohen Verschuldung vieler Länder und Unternehmen dürften die Realzinsen, wie seit der Finanzkrise, auch künftig strukturell negativ bleiben. Kreditnehmer müssen folglich weniger Kaufkraft zurückzahlen als sie aufgenommen haben.
- Die fundamentale Angebotsknappheit ist womöglich größer als jemals zuvor. Die Zahl der Einwohner könnte im Jahr 2030 rund 86 Mio. erreichen und der Neubau ist kräftig eingebrochen. Wir erwarten für das Jahr 2023 nur noch 246.000 fertiggestellte Wohnungen. Der Fachkräftemangel verschärft sich. Die Baukosten dürften weiter zulegen. Daher ist es fraglich, ob unter diesen Vorzeichen nach dem Jahr 2023 mehr als 300.000 Wohnungen gebaut werden.
- Die Zinsanstiege haben einen Teil der Nachfrage vom Käufermarkt in den Mietwohnungsmarkt umgeleitet. Trotz strikter Regulierung könnten die Mieten kräftig zulegen. Laut vdp sind die Neuvertragsmieten von Mehrfamilienhäusern in Deutschland und in den Metropolen (A-Städte) bereits um rund 4,5% im Jahresdurchschnitt gestiegen. Auch die Bestandsmieten könnten künftig eine höhere Dynamik aufweisen als in der Vergangenheit. So vergrößerte sich in der Folge des Booms in den letzten 13 Jahren die Differenz zwischen Neuvermietungs- und Bestandsmieten, was automatisch den Druck auf die Bestandsmieten erhöht. Aufgrund der hohen Inflation erhöhen auch Indexmietverträge die Mieten stärker als früher. Wenngleich unklar ist, wie hoch deren Anteil an allen Mietverträgen ist, dürften vor allem institutionelle und professionelle Investoren diese in den letzten Jahren vermehrt vereinbart haben. Aktuell diskutiert die Politik eine Deckelung der Indexmieten. Es wird spannend sein, ob und wie die Bundesregierung hier ggf. eine Einigung erzielt. Laut Verbraucherpreisen legten die Bestandsmieten im November 2022 bereits um 1,9% ggü. Vorjahr zu, dies ist der höchste Wert seit dem Jahr 1998 (Median der Zeitreihe: 1,3%). Aufgrund der genannten Argumente wäre es keine Überraschung, wenn die Bestandsmieten künftig strukturell mit deutlich mehr als 2% pro Jahr zulegen.

2023: Hypothekenzinsen dürften weiter leicht zulegen

Die 5-10-jährigen Hypothekenzinsen erhöhten sich von fast 1% im Jahr 2021 auf über 3,2% im Oktober 2022. Wir erwarten bis zum Jahresende keinen weiteren Zinsanstieg. Die 10-jährigen Bundrenditen sind vom Jahreshoch im Oktober von über 2,4% auf jüngst rund 1,8% gefallen. Die Rezessionssorgen, rückläufige Produzenten- und Importpreise und die im November etwas gesunkene Inflationsrate hat die Bundrenditen wohl reduziert. Die Rezession endet unserer Prognose nach im Frühjahr. Die Inflationsrate dürfte im Jahr 2023 jedoch nur allmählich sinken. Folglich dürften die Bundrenditen wieder auf bis zu 2,6% im Jahr 2023 zulegen. Die 5-10-jährigen Hypothekenzinsen dürften folglich ebenfalls höher notieren, wir erwarten am Jahresende 2023 einen Zinssatz von 3,6%. Für das Jahr 2024 erwarten wir keine weitere Zinserhöhung bei den Bundrenditen und Hypothekenzinsen würden am Jahresende erneut bei 3,6% liegen. Verfestigt sich allerdings in den kommenden Jahren die strukturell hohe



Neue globale Realitäten

Inflation, dann droht mittel- bis langfristig ein weiterer Zinsschock. Vor diesem Hintergrund könnten Zinsabsicherungen an Bedeutungen gewinnen.

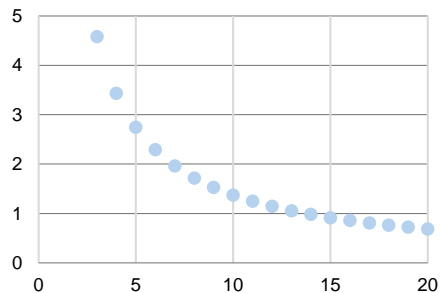
Hohe Energiestandards schützen wohl vor Preisrückgängen

Die Preise für neue Häuser fallen lt. Hypoport bisher kaum. Aus unserer Sicht ist dies auf die höheren Energiestandards neuer Objekte zurückzuführen. Viele Menschen dürften sowohl aus wirtschaftlichen Gründen als auch aufgrund der Klimakrise eine hohe Zahlungsbereitschaft aufweisen. Wie wir in den letzten beiden Jahren in unserem Wohnungsmarktausblick ausgeführt haben, werden Eigentümer zunehmend zur Sanierung gezwungen. Das Gebäudeenergiegesetz regelt die Pflichten von Eigentümern, wie die Einhaltung von Primärenergiebedarfen bei Neubauten oder bei Bestandsobjekten Vorschriften zum Dämmen und den Austausch alter Öl- und Gaskessel. Zudem werden die CO₂-Preise ab dem Jahr 2023 nach einem Stufenmodell je nach Sanierungsgrad zwischen Mieter und Vermieter aufgeteilt. Bei Wohngebäuden mit hohen Emissionen trägt der Vermieter bis zu 95% der CO₂-Preise. Bei emissionsarmen Gebäuden trägt der Mieter die Kosten komplett. Aktuell müssen EUR 30 pro Tonne CO₂ gezahlt werden. Unseren Berechnungen nach dürften die zusätzlichen Kosten bei Wohngebäuden mit hohen Emissionen in etwa 1-5% der Bruttomieten betragen. Schon heute kann das je nach Instandhaltungskosten, Mietausfällen, Finanzierungskosten etc. einen beträchtlichen Anteil der Marge des Vermieters ausmachen. Ausnahmsweise erhöht sich der CO₂-Preis im Jahr 2023 nicht. Er verdoppelt sich aber in etwa bis zum Jahr 2026. Die setzt hohe Anreize zu sanieren. Es besteht aber auch das Risiko, dass der Vermieter in einem engen Markt mit großer Angebotsknappheit die Kosten auf die Miete aufschlägt. In beiden Fällen dürften der Energieverbrauch und die CO₂-Emissionen zurückgehen. Zusätzlichen Sanierungsdruck implizieren die Regeln auf europäischer Ebene insbesondere für Gebäude mit hohen Emissionen. Die Preise für unsanierte Objekte dürften daher zunehmend die Höhe der Sanierungskosten reflektieren. Angesichts des strukturellen Fachkräftemangels am Bau dürften die Sanierungskosten und folglich die Preisunterschiede zwischen sanierten, teilweise sanierten und unsanierten Gebäuden über die Dekade zunehmen.

2023 CO₂-Kosten für Vermieter bei Gebäuden mit hohen Emissionen

22

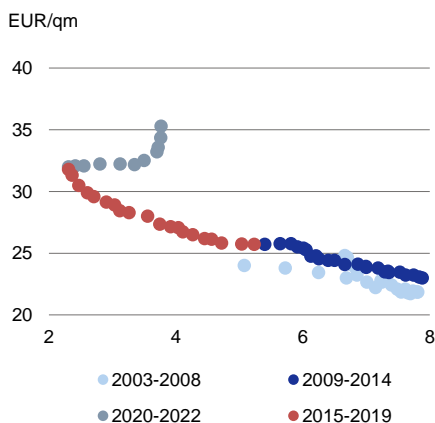
y-Achse: Kostenanteil in % an Bruttomiete p.a.
x-Achse: Miete pro Quadratmeter



Quelle: Deutsche Bank Research

2003-2022 Büromarkt in A-Städten: Durchschnittliche Spitzenmiete vs. Leerstandsrate

23

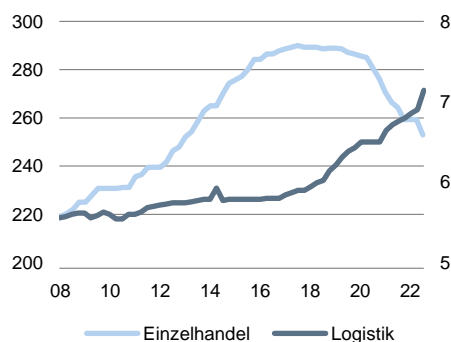


Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Metropolen: Spitzenmieten

24

beide y-Achsen: EUR/qm



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Büromarkt in Metropolen: Spitzenmieten und Renditen steigen

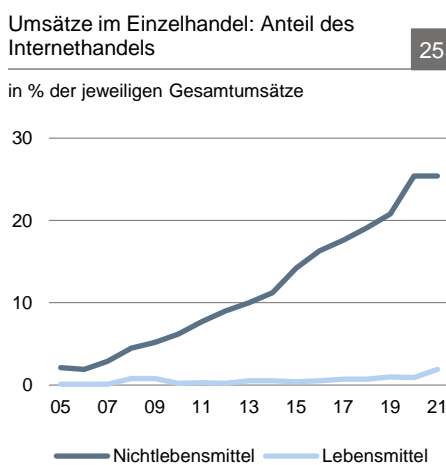
Drei wesentliche Faktoren bestimmen aktuell wohl die Nachfrage nach Büroflächen. Erstens erhöht sich die Zahl der Bürobeschäftigten weiter. Zweitens dürfte zunehmend ein Arbeitnehmermangel auch in Büroberufen auftreten. Arbeitnehmer gewinnen in diesem Umfeld tendenziell an Marktmacht. Für Arbeitgeber sind moderne Büros in guter Lage wohl schon heute ein wichtiges Erfolgskriterium, um Mitarbeiter zu binden und zu gewinnen. Tendenziell werden moderne Büros noch bedeutender. Drittens kristallisieren sich die Folgen der hybriden Arbeitsmodelle auf den Büromarkt immer stärker heraus. Mittlerweile ist klar, dass Homeoffice die durchschnittliche Auslastung von Büros reduziert, aber nur einen geringen oder sogar keinen Einfluss auf die maximale Auslastung und damit die Flächennachfrage hat. Aufgrund dieser Entwicklungen hat sich die Marktlage im Jahr 2022 stabilisiert. Die Leerstandsrate erhöhten sich in den Metropolen (A-Städten) nicht weiter und lagen recht konstant bei 3,8% im Jahr 2022. Der Umsatz von neu vermieteten Flächen zog um rund 10% ggü. dem Vorjahr an. Die Spitzenmieten erreichten in allen Metropolen neue Allzeithochs und stiegen auf durchschnittlich über EUR 35 pro Quadratmeter. In Berlin, Frankfurt und München erhöhten sie sich sogar auf rund EUR 44 pro Quadratmeter. Gleichzeitig erhöhten sich die Preise am Anfang des Jahres weiter, begannen im Frühjahr aber wohl in Folge des Zinsschocks um wenige Prozent



Neue globale Realitäten

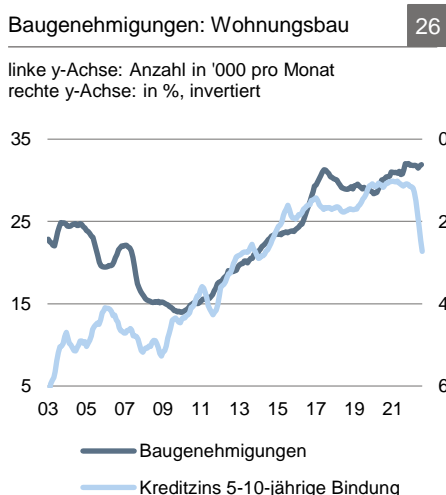
punkte nachzugeben. Höhere Mieten und fallende Preise erhöhten die Nettoanfangsrenditen im Durchschnitt über die Metropolen von 2,7% auf 3%. Der Zinsschock hat auch den Neubau getroffen, der Neubau wurde aufgeschoben oder gleich ad acta gelegt. Das künftige Angebot an neuen Flächen sinkt hierdurch. Aufgrund einer weiter anziehenden Nachfrage und des knappen Angebots erwarten wir im Laufe des Jahres 2023 fallende Leerstandsraten und einen etwas höheren Flächenumsatz. Die Spitzenmieten wie auch die Preise dürften im Jahresdurchschnitt zulegen. Am Jahresanfang dürfte aber die erwartete Rezession dämpfend wirken. Mit der Wirtschaftsbelebung im Frühjahr sollte dann der Büromarkt an Dynamik gewinnen.

Logistikboom und Einzelhandels-Malaise dürften sich fortsetzen



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Im Jahr 2022 fielen die Spitzenmieten in den Metropolen im Einzelhandel um durchschnittlich 3% ggü. Vorjahr. Dies war der fünfte jährliche Rückgang in Folge und ein Minus von insgesamt 13%. Angesichts der erwarteten Rezession dürfte sich dieser Trend im Jahr 2023 fortsetzen. Eine höhere Einwohnerzahl in den Metropolen und Metropolregionen und eine strukturell hohe Inflation dürften die Mietrückgänge nur dämpfen. Die Höhe der Spitzenmieten und die künftige Bedeutung des Einzelhandels dürften vor allem vom Online-Handel abhängen. Im Jahr 2022 lag der Umsatzanteil am gesamten Einzelhandel bundesweit bei Nichtlebensmitteln bei etwas über 25% und bei Lebensmitteln bei fast 2%. Damit stagnierte der Anteil auf dem Niveau des Jahres 2021, was wohl eine Folge des starken pandemiebedingten Anstiegs von unter 21% im Jahr 2019 ist. Für das Jahr 2023 erwarten wir einen leicht höheren Anteil des Online-Handels von rund 26% und 2%. Der Strukturwandel dürfte sich langfristig fortsetzen. Für die Spitzenmieten und die künftige Bedeutung des stationären Handels dürfte die Hauptfrage lauten, wie entwickelt sich der Online-Handel? Wir denken, er wird weiter deutlich zulegen, langfristig aber gegen ein Maximum konvergieren. So erlaubt der stationäre Handel eine intensivere Beratung und Erlebbarkeit der Produkte. Zudem werden für den Logistikmarkt zunehmend Kapazitätsgrenzen sichtbar. Insbesondere ein Mangel an Lkw-Fahrern, fehlende Autobahnparkplätze, eine geringe Bereitschaft neue Gewerbeflächen für Lagerhallen auszuweisen und eine hohe Resistenz weitere Flächen zu versiegeln dürften früher oder später den Umsatzanteil des Online-Handels konvergieren lassen. Dieses Maximum vermuten wir für Nichtlebensmittel in dem Intervall zwischen 30% und 50% und für Lebensmittel zwischen 5% und 25%. Die im Durchschnitt über die letzten zehn Jahren zweistelligen Jahreswachstumsraten des Umsatzes beim Online-Handel würden sich dann perspektivisch abflachen. Trotz Rezession dürften die Umsätze im Jahr 2023 wieder deutlich zulegen. Dies dürfte auch die Spitzenmieten für Logistikflächen in den Metropolen erhöhen. Nach einem Plus von durchschnittlich rund 4,5% im Jahr 2022 (Allzeithoch: 5,2%) dürften die Spitzenmieten im Jahr 2023 ähnlich kräftig wachsen. Auch ein voller Inflationsausgleich wäre angesichts der bestehenden Angebotsengpässe keine Überraschung.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Bauinvestitionen: Schwere Rezession wohl unausweichlich

Die kräftigen Zinsanstiege reduzieren die Nachfrage am Bau. Für den Wohnungsbau prognostizieren wir einen Rückgang der Zahl der Baugenehmigungen und Fertigstellungen im Jahr 2023. Die Zahl der Genehmigungen dürfte auf 303.200 fallen und für die Zahl der fertiggestellten Wohnungen erwarten wir nur noch 246.000. Auch die Bauaktivität im Gewerbebau dürfte nachlassen. Relativ konjunkturunabhängig war in der Vergangenheit der öffentliche Bau, dessen Anteil aber nur rund 10% der Bauinvestitionen ausmacht, während der Gewerbebau mit 30% und der Wohnungsbau mit 60% dominieren. In Summe erwarten

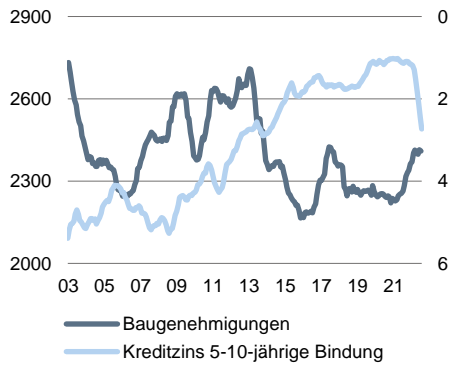


Neue globale Realitäten

Baugenehmigungen: Gewerbebau

27

linke y-Achse: Anzahl in '000 pro Monat
rechte y-Achse: in %, invertiert



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

wir eine tiefe Baurezession. Auf ein Minus von 1,7% im Jahr 2022 dürften die Bauinvestitionen um weitere 4,3% im Jahr 2023 zurückgehen. Aufgrund der Baurezession dürften sich die Lieferengpässe im Jahr 2023 weiter entspannen. Gegen Jahresende bejahten in der ifo-Umfrage nur noch 25% der befragten Bauunternehmen einen Materialmangel. Im April waren es noch 50%. Folglich dürften auch die Rohstoffpreise wie in den letzten Monaten weiter fallen. Womöglich fallen auch die Baumaterialkosten. Langfristig aber ist aufgrund der zunehmenden Bedeutung von ESG-Kriterien für die gesamte Wertschöpfungskette mit weiteren Preiserhöhungen zu rechnen. Für viele Bauunternehmen könnte es ratsam sein, in der Baurezession langfristige Lieferverträge abzuschließen und den Lageraufbau weiter zu forcieren. Die Baukosten insgesamt dürften auch im Jahr 2023 kaum zurückgehen. Angesichts der schon heute sehr großen Engpässe im Bauarbeitsmarkt und der hohen Inflation dürften die Löhne kräftig zulegen. So bejahen in der ifo-Umfrage in der zweiten Jahreshälfte 2022 recht konstant rund 40% der Unternehmen einen Fachkräftemangel (Allzeit-hoch: August 41,0%). Während die Materialengpässe also in den letzten Monaten abnahmen und wir eine Baurezession verkraften müssen, bleiben Arbeits- und Fachkräfte rar. Möglicherweise trifft den Bausektor die Rentenwelle der Babyboomer bereits heute.

Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)

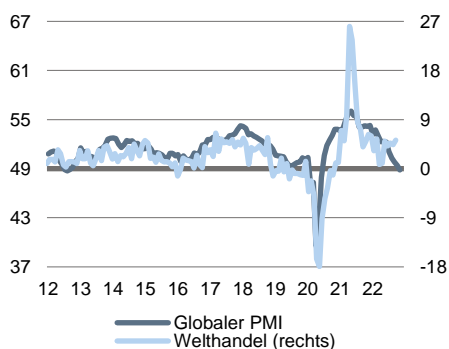
Hohe Energiepreise lassen Außenhandel auch im Jahr 2023 schwächeln

- Der reale Welthandel dürfte im Jahr 2023 um nur 1% wachsen (Median 2013-2019: 2,5%). Der deutsche Außenhandel dürften ebenfalls nur verhalten wachsen.
- Aufgrund des Energieschocks muss die Exportindustrie einen massiven Wettbewerbsschock verkraften. Der Leistungsbilanzüberschuss brach stärker ein als im Jahr 1991 nach der Wiedervereinigung.
- Die Auswirkungen des Energieschocks werden auch noch im Jahr 2023 spürbar sein. Gemäß unserer Prognose wird der Leistungsbilanzüberschuss relativ zum BIP bei nur rund 3% liegen (2022: auch 3%, 2021: über 7%).

Welthandel vs. globaler PMI und US-Einkaufsmanagerindex: ISM

28

linke y-Achse: Index<50 Kontrak., >50 Expansion
rechte y-Achse: % gg. Vj.



Quellen: IHS Markit, ISM, CPB, Deutsche Bank Research

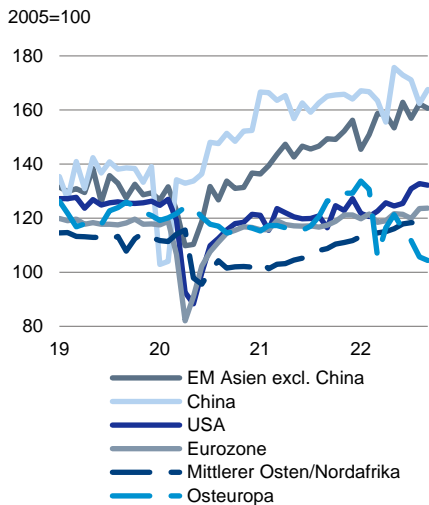
2023: Mauer reales Welthandelwachstum

Nach dem Einbruch im Jahr 2020 verzeichnete der reale Welthandel eine kräftige Gegenbewegung von 10% im Jahr 2021. Die Lieferkettenengpässe und die hohe Unsicherheit durch Krieg, Inflation und europäische Energiekrise bremsen diese Entwicklung im Jahr 2022 ab. Im Jahresdurchschnitt sollte das Wachstum bei nur noch 4% liegen. Die Entwicklung war dabei regional sehr unterschiedlich. Im Mittleren Osten und Nordafrika fiel der Aufholeffekt im Jahr 2021 mau aus und dafür im Jahr 2022 mit einem Plus von über 9%, ein neues Allzeithoch, umso kräftiger. Vermutlich waren auch die sprudelnden Energieeinnahmen ein Wachstumstreiber, wenngleich hohe Ölpreise und regionaler Handel historisch kaum korreliert sind. Ein besonders kräftiger Rückgang um 3,6% war dagegen in Osteuropa zu verzeichnen, was der stärkste Rückgang seit der Finanzkrise (-6,6%) ist. Hier schlagen Krieg, Flüchtlingsströme, Sanktionen und Embargos zu Buche. Laut IWF wird das BIP in der Ukraine um 35% kollabieren. Der nominale Welthandel stieg im Jahr 2022 um rund 8,5%. Die Engpässe und der Ener-



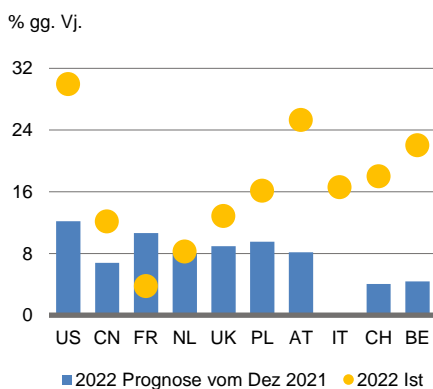
Neue globale Realitäten

2019-2021: Welthandel preisbereinigt 29



Quellen: CPB, Deutsche Bank Research

Nominale Güterexporte: Top 10 Exportländer: 2022 Prognosen vs. Ist 30



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

Nominale Güterexporte für die wichtigsten Regionen und die top 10 Exportländer 31

Regionen	2021	2022	2023
Welt	14,3	13,6	3,0
Europa	15,1	12,3	2,5
Amerika	18,6	25,4	3,3
Asien	8,0	9,0	4,3
Land			
US	17,9	29,9	4,0
CN	8,1	3,7	6,0
FR	13,0	12,1	-0,5
NL	19,5	8,2	3,1
PL	20,9	16,1	3,0
IT	24,6	16,6	-1,5
AT	20,4	25,3	4,2
UK	-3,1	12,9	-3,1
CH	7,8	17,9	3,4
BE	18,7	22,0	3,0

Quelle: Deutsche Bank Research

giepreisschock waren nicht nur ein europäisches, sondern ein globales Phänomen. Das hohe Preisniveau war angesichts des starken Dollars sehr ungewöhnlich.

Im Jahr 2023 dürften die Welthandelspreise nahezu seitwärts laufen, da der Dollar unserer Prognose zufolge im Jahresdurchschnitt nur um 2% abwertet. Angesichts der erwarteten Rezession in den USA und Europa im Jahr 2023 erwarten wir eine Wachstumsverlangsamung des globalen realen Welthandels auf nur noch 1%. Das Wachstum im Mittleren Osten und Nordafrika dürfte ähnlich hoch sein. In Osteuropa ist mit einem weiteren Rückgang zu rechnen. Die Kriegsfolgen dürften den Außenhandel der Ukraine und seiner Nachbarländer erneut reduzieren. Zudem dürfte das jüngst eingeführte EU-Embargo und der beschlossene Preisdeckel für russisches Rohöl belasten.

2023: Reale Exporte dürften stagnieren

Im Jahr 2022 erhöhten sich die nominalen Exporte aufgrund der hohen Preisanstiege außergewöhnlich kräftig um rund 15% (Median: 3,3%). Die realen Exporte stagnierten. Das geringe erwartete Wachstum des Welthandels für das Jahr 2023 dämpft auch unseren Ausblick für die Exporte. Wir prognostizieren, dass Deutschlands nominale Güterexporte um 3% wachsen. Die nominalen Güterexporte nach Europa legen unserer Prognosen nach magere 2 ½% zu und die außereuropäischen Exporte mit 4%. Beide Prognosen liegen unter den jeweiligen Medianen von 4% und 5%. Nach dem Rekordwachstum der Exporte in die USA von 30% im Jahr 2022 erwarten wir für das Jahr 2023 lediglich einen Zuwachs um 4%, wobei gemäß unserem Modell die erwartete Euroaufwertung gegen Jahresende auf EUR/USD 1,10 rund 2%-Punkte kostet. Die Exporte nach China dürften aufgrund der gelockerten Corona-Regeln einen Nachholbedarf haben. Wir prognostizieren ein Plus von rund 6%, das höchste Wachstum unter den wichtigen Exportländern im Jahr 2023. Die Exporte nach Italien dürften dagegen besonders stark fallen. Aufgrund der relativ hohen Energieabhängigkeit erwarten wir einen Rückgang des BIP um fast 1% und der Exporte um rund 1½%. Auch das UK-BIP dürfte in etwa um 1% fallen. Aufgrund der erwarteten Pfundabwertung um fast 10% auf EUR/GBP 0,95 am Jahresende erwarten wir einen Exportrückgang um mehr als 3%. Die Exporte nach Russland brachen im Jahr 2022 um 44% ein und Russland zählt nun nicht mehr zu den top 20 Exportländern. In den letzten Monaten ist der EUR/RUB-Kurs sehr stabil und die Exporte liegen recht konstant bei EUR 1 Mrd. Der Großteil dieser Exporte dürfte auf pharmazeutische und medizinische Güter entfallen, die von Sanktionen ausgenommen sind. So dürfte ein weiterer Einbruch der Exporte im Jahr 2023 ausbleiben. Die Exporte in die Ukraine fielen im Jahr 2022 um rund 13%. Besonders stark gingen sie, vermutlich als Folge der Belagerung Kiews, zu Kriegsbeginn zurück. Anschließend erholten sie sich. Bleiben sie auf dem Niveau der letzten Monate, könnten sich die Exporte im Jahr 2023 wieder nahezu komplett erholen, wobei sich der Gütermix vermutlich stark verschoben hat.

Die nominalen Güterimporte insgesamt dürften wie die Exporte nur geringfügig wachsen. Wir prognostizieren ein Plus von 2%. Die Importpreise erhöhten sich im Jahr 2022 um teilweise mehr als 30%. Aufgrund geringerer Lieferengpässe und fallender Energiepreise fielen die Importpreise jüngst jedoch. Diese Entwicklung dürfte sich aufgrund der globalen Wirtschaftsschwäche und der anvisierten Euroaufwertung vermutlich fortsetzen. Für das Jahr 2023 erwarten wir nur noch eine Preiserhöhung um ½%. Im Jahr 2022 wurden die Anstiege bei den Importpreisen nur in etwa zur Hälfte auf die Exportpreise aufgeschlagen. Zum Großteil dürfte diese Differenz über Produktivitätsgewinne, Margenverluste und höhere Staatsschulden aufgefangen worden sein. Teilweise dürfte die Erhöhung der Exportpreise aber auch verzögert erfolgen, weshalb wir einen Nachholeffekt für das Jahr 2023 einrechnen. Die Exportpreise dürften daher mit 3%



deutlich kräftiger zulegen als die Importpreise. Folglich stagnieren im Jahr 2023 die realen Exporte und die Importe erhöhen sich nur um 1 ½%, wodurch die Nettoexporte das BIP um 0,7%-Punkte reduzieren.

2020-2022 Gesamtwirtschaftliche Prognose

32

in % ggü. Vorjahr, Ausnahmen*	2021	2022	2023
Nominale Güterexporte	14,3	13,6	3,0
Nominale Güterimporte	17,3	24,0	2,0
Exportpreise	5,6	14,7	3,0
Importpreise	13,4	27,4	0,5
Terms of Trade, *2019=100	97,3	87,5	89,7
Reale Exporte	9,7	2,6	0,0
Reale Importe	9,0	6,1	1,5
Nettoexporte, * in %-Punkten (Wachstumsbeitrag zum BIP)	0,9	-1,4	-0,7

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Terms of Trade-Schock lässt Leistungsbilanz einbrechen

Die Preiserhöhungen der Importe fielen im Jahr 2022 etwa doppelt so kräftig aus wie die der Exporte. Dieser Terms of Trade-Schock hat unsere Wettbewerbsfähigkeit reduziert und den Überschuss im Güterhandel kollabieren lassen. Aber auch die Reiselust kam zurück, wodurch das Defizit bei Dienstleistungen auf mehr als EUR 30 Mrd. hochsprang, den höchsten Wert seit dem Jahr 2014. In Summe halbierte sich der Leistungsbilanzüberschuss auf nur noch EUR 115 Mrd. Relativ zum BIP fiel der Überschuss von 7% im Jahr 2021 auf nur noch 3% im Jahr 2022. Für das Jahr 2023 erwarten wir fallende Energiepreise und wieder eine leichte Verbesserung der Terms of Trade. Die niedrigen Vorkrisenniveaus jedoch dürften zumindest für einige Jahre, womöglich sogar langfristig unerreicht bleiben. Neben der Verteuerung der Importe drohen hierdurch auch geringere Exporte, da energieintensive Sektoren wie die Chemie, Baustoffe und Papier ihre Produktion teilweise ins Ausland verlagern könnten. Auch strukturelle Faktoren könnten die Überschüsse weiter abschmelzen. Die Rentenwelle der Babyboomer dürfte die Importe ankurbeln und eine geringere Erwerbsbevölkerung die Exporte dämpfen. Ebenso dürfte die Energiewende, insbesondere der Import von Sonnen- und Windkraftanlagen, und Baumaterialien die Leistungsbilanz tendenziell verringern. Folglich dürfte der Leistungsbilanzüberschuss die alten Hochs nicht mehr erreichen. Für das Jahr 2023 erwarten wir einen Überschuss von EUR 130 Mrd. und im Jahr 2024 ein Plus von etwas über EUR 160 Mrd. Relativ zum BIP liegt der Überschuss dann in beiden Jahren erneut bei rund 3%. Die 6%-Schwelle, deren Überschreiten laut den makroökonomischen Vorgaben der EU ein Indiz für ein gesamtwirtschaftliches Ungleichgewicht ist, dürfte wohl nicht mehr überschritten werden. Damit dürfte die Kritik an Deutschlands exorbitant hohen Überschüssen verstummt sein.

Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)



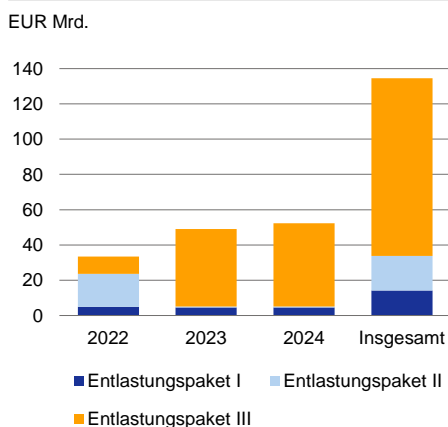
Fiskalpolitik: Die Energiekrise dürfte das Defizit im Jahr 2023 wieder auf 4% des BIP hochtreiben

- Trotz der umfangreichen Regierungsmaßnahmen zur Krisenbekämpfung könnten sich die öffentlichen Finanzen zunächst noch im Jahr 2022 verbessern, ehe sie im neuen Jahr einen weiteren Dämpfer erhalten dürften. Die erwartete Haushaltsverbesserung für 2022 lässt sich dadurch erklären, dass große Teile der Entlastungspakete erst in den Jahren 2023/24 budgetwirksam werden und ein Großteil der pandemiebedingten Mehrausgaben im Laufe dieses Jahres 2022 ausgelaufen sein dürfte. Darüber hinaus haben die öffentlichen Finanzen wahrscheinlich in erheblichem Maße von der hohen Inflation profitiert, da die inflationsbedingten Einnahmensteigerungen die krisenbedingten staatlichen Mindereinnahmen/Mehrausgaben überkompensiert haben dürften.
- Da große Teile der staatlichen Antikrisenmaßnahmen im nächsten Jahr budgetwirksam werden und die Wirtschaft in eine Rezession abgleiten dürfte, rechnen wir für das Jahr 2023 mit einem erheblichen Anstieg des gesamtstaatlichen Finanzierungsdefizits. Wir gehen davon aus, dass die Defizitquote von „nur“ 2,3 % im Jahr 2022 auf rund 4% im Jahr 2023 ansteigen dürfte – und damit nur knapp unterhalb des Pandemie-Höchstwerts von 4,3% liegen würde. Allerdings dürfte das hohe nominale BIP-Wachstum den Anstieg der gesamtstaatlichen Schuldenquote begrenzen. Diese dürfte bis zum Jahresende 2024 auf „lediglich“ 67,8% des BIP ansteigen (ausgehend von prognostizierten 66,9% im Jahr 2022).

Trotz „Doppelwumms“ dürfe sich das Defizit 2022 verringern ...

Das ifo Institut schätzt die Budgetwirkung der drei Entlastungspakete auf EUR 135 Mrd.

33



Quelle: ifo Institut

Um die Wirtschaft vor der um sich greifenden Energiekrise zu schützen, hat die Regierung ihre fiskalische Unterstützung für die privaten Haushalte und den Unternehmenssektor im Laufe des Jahres 2022 stetig erhöht. Laut Schätzungen der Bundesregierung könnten allein die drei im Februar, März und Anfang September angekündigten Entlastungspakete die Wirtschaft um mindestens EUR 95 Mrd. entlasten (ca. 2,5% des für 2022 prognostizierten nominalen BIP; siehe auch [Germany Blog: EUR 65 bn package: Less bang for the buck than it seems](#)).

Das ifo Institut geht sogar davon aus, dass die drei Entlastungspakete die Staatsfinanzen in einer Größenordnung von rund EUR 135 Mrd. (ca. 3,3% des für 2023 prognostizierten BIP) belasten könnten (siehe [Entlastungen für Haushalte und Unternehmen – Was kostet es den Staat?](#)). Rechnet man zu diesem ifo-Schätzwert noch die im Rahmen des „[Wirtschaftlichen Abwehrrschirms](#)“ insgesamt erteilten Kreditaufnahmeermächtigungen von bis zu EUR 200 Mrd. hinzu, könnte sich die fiskalpolitische Reaktion auf die Energiekrise auf bis zu EUR 335 Mrd. (ca. 8,2% des für 2023 prognostizierten BIP) belaufen (siehe [Germany Blog: Recession concerns prompt gov't to act more decisively to fight the energy crisis](#)). Allerdings scheint es im Bereich des Möglichen zu liegen, dass die Bundesregierung – ähnlich wie schon in den Pandemie Jahren – letztlich nicht den gesamten Kreditaufnahmeermächtigungsrahmen des Abwehrrschirms wird ausschöpfen müssen. Bei Heranziehen der Schätzwerte des ifo Instituts für die drei Entlastungspakete (von etwa EUR 135 Mrd.) und die „Energiepreisbremsen“ (von rund EUR 77 Mrd.) könnte die fiskalische Reaktion Deutschlands für den Zeitraum 2022 bis 2024 bei mindestens EUR 212 Mrd. (ca. 5,2% des für 2023 prognostizierten BIP)⁷ liegen und viele womöglich noch

⁷ Eine Einschätzung des ifo Instituts zu den Budgetwirkungen der Energiepreisbremsen findet sich auch im Kasten auf Seite 39 in der [ifo Konjunkturprognose Winter 2022: Inflation und Rezession](#).



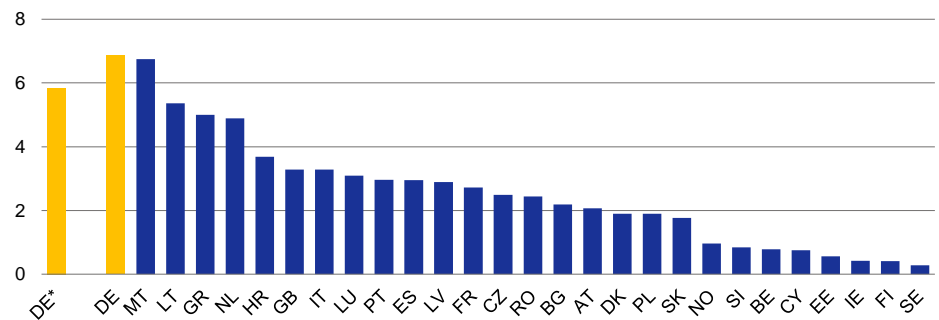
immer wesentlich größer als in den meisten anderen EU-Ländern aus (siehe auch unseren Artikel zur Finanzpolitik im Ausblick Deutschland: Kein Konjunkturabsturz, aber immer noch Rezession). Ebenso dürfte die obige Schätzung eher die Untergrenze für die mögliche Gesamtbelastung des Staatshaushaltes ziehen, da die Regierung darüber hinaus noch mit weiteren Ausgaben konfrontiert werden dürfte (z.B. im Rahmen der Stabilisierung der Gasimporteure).

Trotz dieses massiven Ausgabenanstiegs könnten sich die öffentlichen Finanzen zunächst noch im Jahr 2022 verbessern, ehe sie schließlich im Jahr 2023 einen Rückschlag erleiden dürften. Dies lässt sich dadurch erklären, dass a) große Teile der Entlastungspakete erst in den Jahren 2023/24 budgetwirksam werden (siehe Abbildung), b) ein Großteil der pandemiebedingten Mehrausgaben im Laufe des Jahres 2022 ausgelaufen sein dürfte und c) sich die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke – und damit auch das konjunkturbedingte Staatsdefizit – im Jahr 2022 dank der Belebung des (realen) BIP-Wachstums merklich reduziert haben dürfte. Darüber hinaus dürften die Staatsfinanzen per Saldo erheblich von der hohen Inflation profitiert haben, weil die inflationsbedingten Mehreinnahmen (z.B. aus der Mehrwert- oder Einkommensteuer) die krisenbedingten Mindereinnahmen/Mehrausgaben (z.B. aufgrund von Steuererleichterungen und Energiepreissubventionen) überkompensiert haben dürften. Daher gehen wir davon aus, dass sich der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo (Maastricht-Defizit in Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung) – bestehend aus den konsolidierten Haushalten des Bundes, der Länder, der Gemeinden und Sozialversicherungsträger – im Jahr 2022 auf „nur“ noch 2,3% des BIP verringern dürfte (nach 3,7% des BIP im Jahr 2021). Damit dürfte auch die gesamtstaatliche Bruttoverschuldungsquote (Maastricht-Schulden) bis zum Jahresende 2022 auf 65,7% des BIP sinken (2021: 68,6%).

Staatlich bereitgestellte sowie verausgabte Finanzmittel zur Unterstützung der privaten Haushalte und Unternehmen im Kontext der Energiekrise (Bruegel-Datenbank)

34

Fiskalische Unterstützungsmaßnahmen, die zwischen September 2021 und Oktober 2022 angekündigt wurden, % des für 2022 prognostizierten nationalen BIP (BIP-Projektionen der Europäischen Kommission)



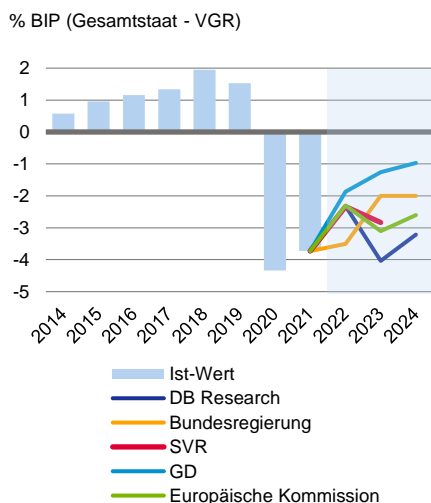
* Abgeleiteter Wert auf Basis der Schätzungen des Ifo Instituts zu den Budgetwirkungen der drei Entlastungspakete und den Gas- und Strompreissbremsen.

Sgaravatti, G., S. Tagliapietra, G. Zachmann (2021). National policies to shield consumers from rising energy prices. Bruegel Datasets. First published 4 November 2021. Available at <https://www.bruegel.org/dataset/national-policies-shield-consumers-rising-energy-prices>

Quellen: Bruegel (siehe auch die obige Fußnote), ifo Institut, AMECO, WEFA, Deutsche Bank Research

Staatsdefizit-Prognosen im Überblick (Maastricht-Defizit)

35



Quellen: Statistisches Bundesamt, BMF, SVR, GD, Deutsche Bank Research

... ehe es sich 2023 wieder deutlich ausweiten dürfte

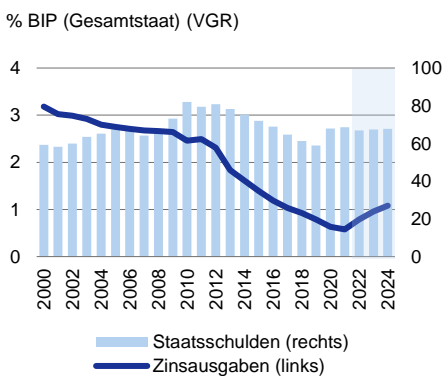
Derzeit sind die weiteren Perspektiven der deutschen Staatsfinanzen aufgrund der großen politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten höchst ungewiss. Die Kreditaufnahmeermächtigungen von bis zu EUR 200 Mrd. – die dem reaktivierte Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF) zur Finanzierung des „Wirtschaftlichen Abwehrschirms“ zugeteilt worden sind –, müssen dabei als Obergrenze



Neue globale Realitäten

Die Schuldenquote dürfte moderat ansteigen

36

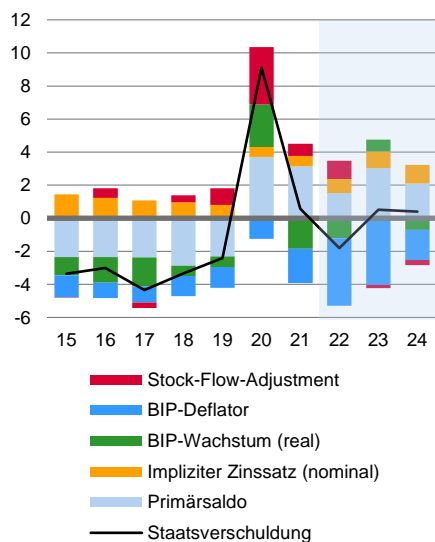


Quellen: WEFA, Destatis, Eurostat, DB Research

Entwicklung der Bruttostaats-schuldenquote (Gesamtstaat)

37

Jährliche Veränderung in Prozentpunkten des BIP



Quellen: Statistisches Bundesamt, Eurostat, AMECO, Deutsche Bank Research

verstanden werden, welche die Bundesregierung bis zum Jahr 2024 zur Finanzierung von weiteren energiekrisebedingten Entlastungsmaßnahmen beanspruchen kann.⁸ Die tatsächliche Ausgabenentwicklung unter dem Abwehrschirm wird natürlich in hohem Maße von der künftigen Entwicklung der Gas- und Strompreise abhängen, da der WSF von der Bundesregierung vor allem auch damit beauftragt worden ist, die befristeten Energiepreissubventionen für Strom, Gas und Fernwärme zu finanzieren (siehe dazu unseren Artikel zur Inflation). Die (Netto-)Ausgaben der Strompreisbremse werden wiederum in erheblichem Maße von der Abschöpfung der „Zufallsgewinne“ der Stromerzeuger abhängen.

Aufgrund der hohen Unsicherheiten und des sich rasch ändernden finanzpolitischen und wirtschaftlichen Nachrichtenflusses ist die Bandbreite des für den deutschen Staat prognostizierten Finanzierungsdefizits (Maastricht-Defizit) derzeit recht groß (siehe Abbildung). So rechnete z.B. das Bundesfinanzministerium Mitte Oktober noch mit einer gesamtstaatlichen Defizitquote von jeweils 2% des BIP in den Jahren 2023 und 2024 (siehe [Deutsche Haushaltsplanung 2023](#) vom 17. Oktober 2022). Jüngsten Presseberichten zufolge scheint die Bundesregierung jedoch nunmehr von einem Anstieg des Haushaltsdefizits auf bis zu 4 ½% des BIP im Jahr 2023 auszugehen (siehe [Spiegel-Bericht vom 9. Dezember 2022](#)). Die deutliche Anhebung der Defizitprognose kann wohl damit erklärt werden, dass a) der EUR 200 Mrd. schwere wirtschaftliche Abwehrschirm in der bisherigen Prognose noch nicht berücksichtigt worden war und b) die Aussichten für die Entwicklung des (realen) BIP für 2023 zuvor deutlich günstiger eingeschätzt worden sind. In der Zwischenzeit hat auch die Europäische Kommission ihre aktualisierten makroökonomischen Prognosen vorgelegt (siehe [Autumn 2022 Economic Forecast](#); Stand: 11. November 2022). Laut Europäischer Kommission, die im nächsten Jahr „lediglich“ von einer moderaten Rezession bzw. einem (realen) BIP-Rückgang von 0,6% ausgeht, könnte sich die Defizitquote des deutschen Gesamtstaates von 2,3% im Jahr 2022 auf 3,1% im Jahr 2023 erhöhen.

Prognose-Update: Defizitquote könnte 2023 auf 4% anschwellen

Vor dem Hintergrund, dass a) große Teile der staatlichen Maßnahmenpakete zur Krisenbekämpfung im nächsten Jahr budgetwirksam werden, b) die Wirtschaft in eine Rezession abgleiten dürfte und c) die staatlichen Zinszahlungen wieder nach oben zeigen, rechnen wir für 2023 mit einem erheblichen Anstieg des gesamtstaatlichen Finanzierungsdefizits. So gehen wir davon aus, dass die Defizitquote von „nur“ 2,3% im Jahr 2022 auf rund 4% im Jahr 2023 ansteigen dürfte – und damit nur knapp unterhalb des Pandemie-Höchstwerts von 4,3% liegen würde (siehe Abbildung). Die auf die staatlichen Bruttoschulden zu leistenden Zinsausgaben könnten weiter (moderat) ansteigen und 2023 etwa 1,0% des BIP erreichen (nach geschätzten 0,8% im Jahr 2022 und 0,6% im Jahr 2021). Im Jahr 2024 könnte das Haushaltsdefizit schließlich wieder auf rund 3,2% des BIP sinken. Dank des hohen nominalen BIP-Wachstums dürfte die gesamtstaatliche Schuldenquote in Deutschland bis zum Jahresende 2024 jedoch nur moderat auf etwa 67,8% des BIP ansteigen (nach prognostizierten 66,9% im Jahr 2022) (siehe Abbildung).

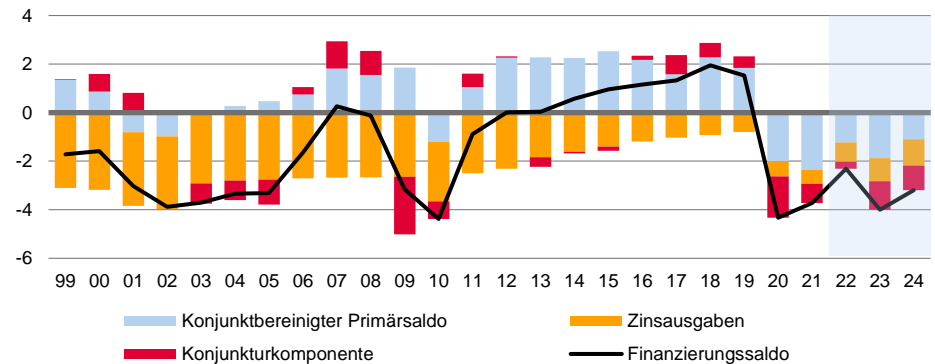
⁸ Laut Wirtschaftsplan des WSF rechnet die Bundesregierung für das Jahr 2023 für die Gas- und Strompreisbremsen mit Ausgaben von EUR 40,3 Mrd. bzw. EUR 43 Mrd. (siehe auch [Parlamentsnachrichten „Heute im Bundestag“ vom 21. November 2022](#); [hib 671/2022](#)). Weitere WSF-Ausgaben für das Jahr 2023 werden voraussichtlich für Energiezuschüsse an kleine und mittlere Unternehmen, Krankenhäuser und Pflegeeinrichtungen sowie soziale Dienstleister („Härtefälle“) (ca. EUR 8,25 Mrd.) fließen. Ebenso dürften weitere Ausgaben für Stabilisierungsmaßnahmen (EUR 8,5 Mrd.) sowie die Kapitalbeteiligung des Bundes an Uniper (EUR 15,2 Mrd.) zu Buche schlagen. Allein damit würden sich die Ausgaben des WSF bereits im Jahr 2023 auf rund EUR 115 Mrd. belaufen.



Ausblick für den öffentlichen Gesamthaushalt

38

Finanzierungssaldo, % BIP (Gesamtstaat nach VGR)

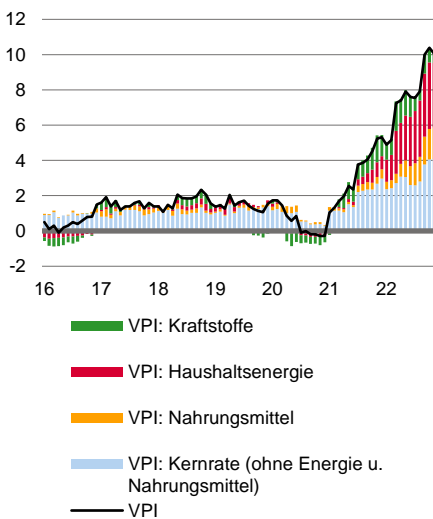


Quellen: Statistisches Bundesamt, AMECO, OECD, Deutsche Bank Research

Verbraucherpreisindex (VPI)

39

% gg. Vj. bzw. Beiträge in Pp.

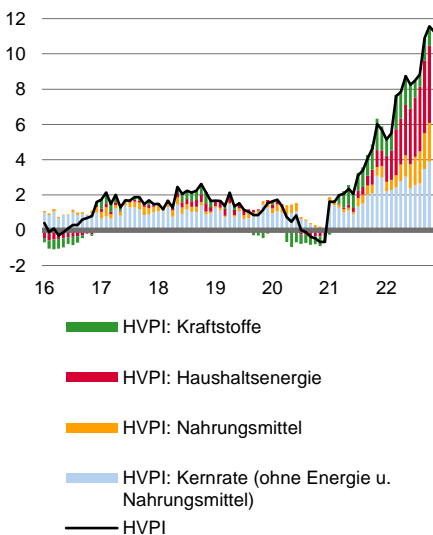


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Harmonisierter Verbraucherpreisindex

40

% gg. Vj. bzw. Beiträge in Pp.



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Sebastian Becker (+49 69 910-21548, sebastian-b.becker@db.com)

Inflation: Baldiger Inflationsrückgang zu erwarten – aber Kerninflation dürfte 2023/24 hoch bleiben

- Aufgrund der Abkehr der Zentralbank von der ultraexpansiven Geldpolitik, der Aussicht auf eine rezessionsbedingte Nachfrageschwäche, der deutlich gesunkenen Rohölpreise sowie des stärkeren Euro-Wechselkurses rechnen wir mit einer nachlassenden Jahresveränderungsrate des Verbraucherpreisindizes im Laufe des Jahres 2023. Dank ausgeprägter Basiseffekte bei den Energiepreisen sowie der preissenkenden Wirkung der Energiepreissubventionen könnte die Gesamtinflation im März spürbar zurückgehen, möglicherweise sogar um 2 ½ bis 3 Prozentpunkte.
- Dennoch gehen wir davon aus, dass die Gesamtinflation 2023 im Jahresdurchschnitt bei immer noch hohen 7,1% liegen und 2024 auf „nur“ 3,9% zurückgehen dürfte. Unserer Einschätzung nach ist es unwahrscheinlich, dass das 2%-Ziel in den nächsten zwei Jahren wieder erreicht werden wird, da die Energie- und Nahrungsmittelpreise auch in den Jahren 2023/24 wesentliche Inflationstreiber bleiben dürften. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass sich die Kerninflation nur allmählich abschwächen wird, und zwar aufgrund a) anhaltender, wenn auch abnehmender Engpässe auf der Angebotsseite, b) steigender Löhne und potenziell höherer Preissteigerungen bei nicht-mietbezogenen Dienstleistungen sowie c) unserer Einschätzung, dass Deutschlands breit angelegte fiskalische Unterstützung die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in Zeiten anhaltender Angebotsengpässe weiter stärken könnte.

Rückblick 2022: Die deutsche Inflationsrate ist auf den höchsten Stand seit 1951 angestiegen

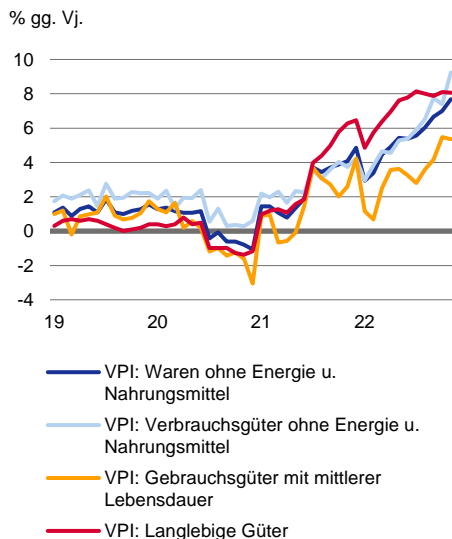
Aufgrund des russischen Angriffskriegs in der Ukraine und der daraus resultierenden Energiepreisexplosion (für Gas, Strom, Heizöl und Kraftstoffe), die als starker Katalysator für die Inflationsdynamik diente, fiel die Inflation in Deutschland im Jahr 2022 überraschend hoch aus. Angesichts des sich über den anfänglichen Energiepreisschock hinaus ausweitenden Preisdrucks, der sich in



Neue globale Realitäten

VPI: Waren ohne Energie und Nahrungsmittel

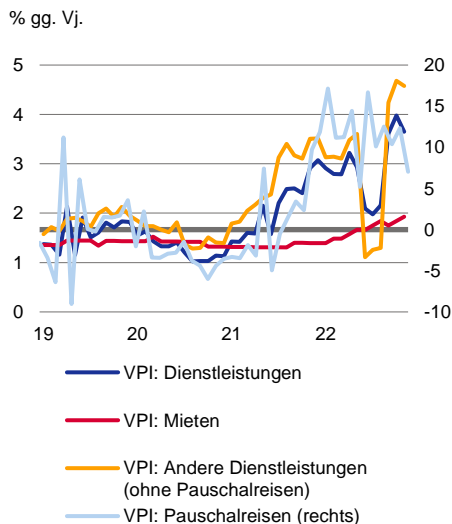
41



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

VPI: Dienstleistungen

43



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

kräftigen Preissteigerungen bei Nahrungsmitteln, Industriegütern und Dienstleistungen ohne Wohnungsmieten niederschlug, erreichte die Jahresteuerrate im September 2022 schließlich zweistellige Werte – ein Ereignis, das es in der Geschichte der Bundesrepublik nicht einmal im Zuge der Ölpreisschocks 1973 und 1979/80 gegeben hatte.

Mit 10,0% (gemäß Verbraucherpreisindex; VPI nach der nationalen Definition) bzw. 10,6% (gemäß des Harmonisierten Verbraucherpreisindex; HVPI nach der harmonisierten europäischen Definition) (beides November-Daten) liegt die Gesamtinflation in Deutschland derzeit auf dem höchsten Stand der letzten sieben Jahrzehnte. Mit Blick auf die historischen Zeitreihen des Statistischen Bundesamtes zu den Lebenshaltungskosten der privaten Haushalte – die bis Juni 1948 zurückreichen – waren die westdeutschen Bürger lediglich Ende 1951 mit einem ähnlich hohen Preisdruck konfrontiert (siehe Abbildung). Mit voraussichtlichen 8,0% (VPI) bzw. 8,7% (HVPI) dürfte die Inflationsrate im Jahresdurchschnitt 2022 den höchsten Stand seit 1949 erreichen und sogar den bisherigen Nachkriegshöchststand von 7,8% im Jahresmittel 1951 übertreffen.

Die Lebenshaltungskosten der privaten Haushalte legen in Deutschland derzeit so stark zu wie seit rund sieben Jahrzehnten nicht mehr

42

Verbraucherpreisindex, % gg. Vj.



Quellen: WEFA, IHS Markit, Deutsche Bundesbank, Federal Statistical Office, Deutsche Bank Research

Ausblick 2023/24: Die Gesamtinflation dürfte schon bald fallen, aber die Kerninflation könnte noch einige Zeit hoch bleiben

Die deutschen Privathaushalte sehen sich derzeit mit einem massiven Preisdruck in der ganzen Breite des VPI-Warenkorbs konfrontiert, da nicht nur die Preise für Energie, sondern auch jene für Nahrungsmittel und – in etwas geringerem Maße – für Waren ohne Energie und Nahrungsmittel sowie für Dienstleistungen ohne die gewichtigen Wohnungsmieten rasch ansteigen (siehe Abbildungen). Für den Prognosezeitraum 2023/24 stellen sich zwei wichtige Fragen. Erstens: Hat die VPI-Gesamtinflation ihren Höchststand bereits überschritten? Und wenn nicht, um wie viel mehr könnte sie noch ansteigen, ehe sie sich wieder abschwächt? Zweitens: Wie persistent wird die zugrunde liegende Dynamik der Kerninflation in den nächsten zwei Jahren sein? Oder anders ausgedrückt: Wie lange wird es noch dauern, bis die Inflation wieder auf ihr Zielniveau von 2% zurückfällt (sofern dies überhaupt in absehbarer Zeit wieder geschieht)?

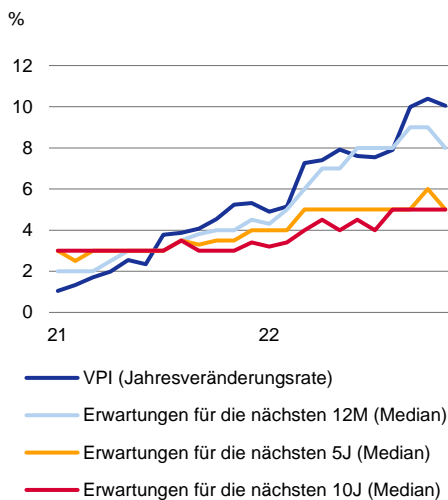
Die erste Frage ist möglicherweise leichter als die zweite zu beantworten. Aufgrund der Abkehr der Zentralbanken von der ultraexpansiven Geldpolitik, der Aussichten auf eine rezessionsbedingte Nachfrageschwäche, der deutlich niedrigeren Rohölpreise sowie des stärkeren Euro-Wechselkurses gehen wir davon aus, dass die Dynamik bei der Jahresveränderungsrate des Verbraucherpreises in Deutschland im Laufe des Jahres 2023 nachlassen wird. Die jüngsten



Neue globale Realitäten

Inflationserwartungen der deutschen Privathaushalte vs. tatsächliche Inflationsentwicklung

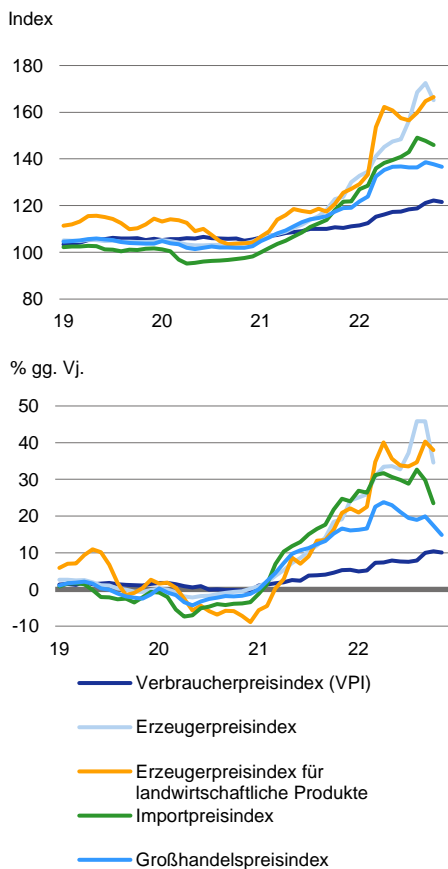
44



Quellen: WEFA, Haver Analytics, Federal Statistical Office, Deutsche Bundesbank

Preisentwicklung auf den vorgelagerten Stufen

45



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

deutlichen Rückgänge bei den Jahresveränderungsraten für die Erzeuger-, Import- und Großhandelspreise – die allerdings zu einem großen Teil auf eine Abschwächung der Energiepreise von sehr hohen Niveaus zurückzuführen sind – scheinen die Aussicht auf einen baldigen Rückgang der Gesamtinflation zu stützen (siehe Abbildungen). Wir glauben jedoch, dass wir den Inflationshöhepunkt (noch) nicht überschritten haben. Diese Einschätzung hängt jedoch entscheidend von unserer Annahme ab, dass die Energiepreissubventionen den VPI erst ab März 2023 dämpfen werden (was sich im Nachhinein als falsch herausstellen könnte; siehe auch unsere Diskussion zu dieser Thematik weiter unten). Unseres Erachtens könnte die VPI-Gesamtinflation im Jahresvergleich erst im Januar oder Februar 2023 ihren Höhepunkt erreichen, und zwar möglicherweise auf einem Niveau von etwa 10 ½%. Dank ausgeprägter Basiseffekte für Energie (Heizöl und Kraftstoffe) sowie der preissenkenden Wirkung der „Energiepreissbremsen“ (Strom, Gas und Fernwärme) könnte die deutsche VPI-Gesamtinflation im März 2023 spürbar sinken, womöglich sogar um 2 ½ bis 3 Prozentpunkte (PP). Wir geben jedoch zu bedenken, dass die Gesamtinflation noch bis in den Sommer hinein Werte zwischen 7 ½% und 8% erreichen könnte. Erst im Herbst, wenn die Kerninflation dynamik unseres Erachtens damit beginnen dürfte, merklich abzuflachen, könnte die Gesamtinflation abermals ein gutes Stück zurückgehen. Sie könnte möglicherweise bis zum Dezember 2023 auf ein Niveau von etwa 4 ½% absinken.

Die zweite Frage nach dem Tempo der Inflationsnormalisierung ist viel schwieriger zu beantworten. Vieles wird davon abhängen, wie effektiv die EZB die Inflationserwartungen dämpft und damit auch Zweitrundeneffekte – also eine sich aufgrund von höheren Lohnabschlüssen drehende Inflationsspirale – eindämmt. In diesem Zusammenhang ist es besorgniserregend, dass die Inflationserwartungen der privaten Haushalte bereits spürbar angestiegen sind. Laut Daten der Deutschen Bundesbank sind die (medianen) Inflationserwartungen der deutschen Privathaushalte auf Ein-, Fünf- und Zehnjahressicht auf hohe 8,0%, 5,0% bzw. 5,0% im November 2022 gestiegen, während sie im Januar 2022 noch bei „nur“ 4,3%, 4,0% und 3,2% lagen (siehe Abbildung). Darüber hinaus geben wir zu bedenken, dass der zugrunde liegende Preisdruck für Waren ohne Nahrungsmittel und Energie sowie Dienstleistungen ohne Wohnungsmieten auch 2023/24 hartnäckig hoch bleiben könnte. Eine aktuelle Umfrage des ifo Instituts deutet darauf hin, dass die Unternehmen aufgrund des anhaltend hohen Kostendrucks nach wie vor dazu gezwungen sind, ihre Erzeugerpreise weiter anzuheben: Während die Unternehmen in den letzten Monaten nur 34% der gestiegenen Inputpreise an ihre Kunden weitergegeben haben, wollen sie diesen Anteil bis April 2023 auf 50% erhöhen (siehe [ifo-Pressmitteilung vom 21. November 2022](#)).

Insgesamt gehen wir davon aus, dass die Jahresveränderungsrate des Verbraucherpreisindex erst frühestens zur Jahresmitte 2025 wieder auf ein Niveau von etwa 2% zurückgehen dürfte. Unsere Erwartung eines recht langsamen Inflationsrückgangs basiert auf unserer Einschätzung, dass die Kerninflation hartnäckig hoch bleiben könnte. Diese dürfte sich nur allmählich abschwächen und womöglich im zweiten Halbjahr 2024 ein Niveau von etwa 2 ½% erreichen. Angesichts des Aufeinandertreffens mehrerer strukturell preissteigernder Faktoren (eine strukturell expansivere Fiskalpolitik, Demografie, Dekarbonisierung, De-Globalisierung) bezweifeln wir auch, dass die Kerninflation in absehbarer Zeit wieder auf ein Niveau unterhalb der 2%-Marke zurückkehren wird.

Energiepreise: Weiter steigend, aber vorübergehend durch Subventionen gebremst

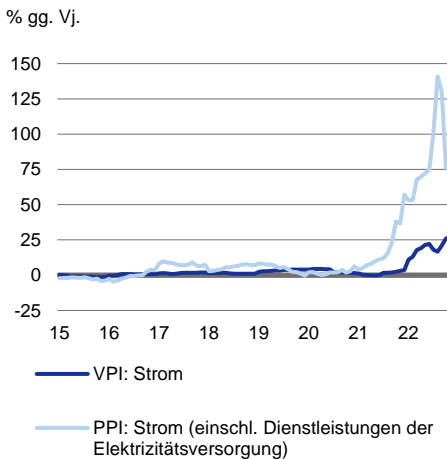
Wir glauben, dass – im Gegensatz zu den flüssigen Brennstoffen (Heizöl, Kraftstoffe), die in den letzten Wochen aufgrund des Einbruchs der Rohölpreise



Neue globale Realitäten

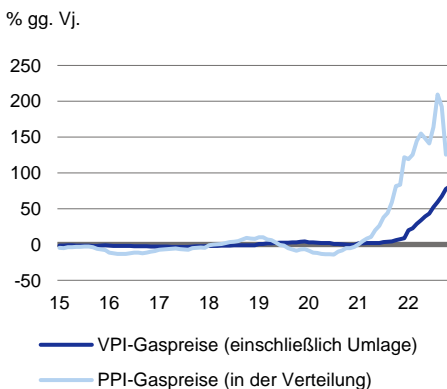
Strompreisanstieg: Verbraucher- vs. Produzentenpreisindex (VPI vs. PPI)

46



Gaspreisanstieg: Verbraucher- vs. Produzentenpreisindex (VPI vs. PPI)

48

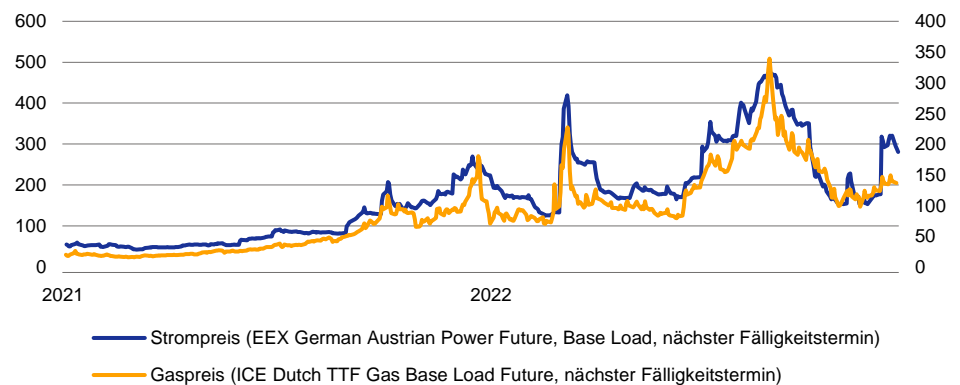


deutlich gesunken sind – der zugrunde liegende Preisdruck bei Strom, Gas und Fernwärme noch weitgehend nach oben gerichtet sein dürfte. Bei dieser Einschätzung ist zu berücksichtigen, dass viele Energieversorger ihre deutlich gestiegenen Beschaffungskosten bisher nur teilweise an ihre Kunden weitergegeben haben. Daher könnten die privaten Haushalte auch in den Jahren 2023 und 2024 noch mit massiven weiteren Preissprüngen konfrontiert werden, wenn viele Energieversorger ihre Gas- und Strompreistarife stark anheben dürften bzw. die preisdämpfenden Effekte der befristeten Energiepreissubventionen wieder auslaufen werden.⁹ In diesem Zusammenhang gehen wir davon aus, dass die Energiepreisbremsen (Laufzeit von März 2023 bis April 2024) die VPI-Preise für Strom, Gas und Fernwärme deutlich dämpfen werden, da die Bundesregierung die Preise für ein Kontingent in Höhe von 80% des Vorjahresverbrauchs subventionieren will.¹⁰

Futurepreise für Gas und Strom am Terminmarkt

47

EUR/MWh: Strompreis (links), Gaspreis (rechts)



Das Ausmaß dieses Effekts hängt entscheidend von der zukünftigen Preisentwicklung für Strom, Gas und Fernwärme ab, die sehr unsicher ist. Grundsätzlich gilt: Je größer (kleiner) die zukünftigen Preissteigerungen sein werden, desto stärker (schwächer) wird der preisdämpfende Effekt auf den VPI ausfallen. Wir rechnen damit, dass die Subventionen die durchschnittliche jährliche VPI-Inflationsrate im Jahr 2023 – im Vergleich zu unserer kontrafaktischen Prognose ohne Energiesubventionen – um einen guten vollen Prozentpunkt senken könnten.¹¹ Im März 2023 könnte die Einführung der Energiepreisbremsen die VPI-Inflationsrate im Jahresdurchschnitt um ca. 0,7 Prozentpunkte senken – wiederum im Vergleich zu unserer kontrafaktischen Prognose. Das Auslaufen der

⁹ Grundsätzlich scheinen die Energieversorger eine langfristige, preisglättende Beschaffungsstrategie zu verfolgen. Dies bedeutet, dass abrupte Erhöhungen der Einkaufspreise im Großhandel für Strom und Gas (wie im Februar/März 2022) sich nicht sofort und auch nicht im vollen Umfang auf den VPI auswirken. Stattdessen erfolgt die Preis- bzw. Kostenweitergabe an die Kunden nur allmählich, auch weil viele Privathaushalte oft durch längerfristige Verträge (mit fixierten Preisen) für eine gewisse Zeit vor Preissteigerungen geschützt sind. Daher werden die Privathaushalte das volle Ausmaß des Preisschocks erst mit erheblicher Verzögerung erfahren. Und schließlich wirken sich im Umkehrschluss dann wieder sinkende Einkaufspreise im Großhandel für Strom und Gas (wie z.B. in den letzten Wochen geschehen) nicht sofort und auch nicht im vollen Umfang auf das Preisniveau für die privaten Haushalte aus.

¹⁰ Der subventionierte Preis für Gas und Strom beträgt 12 bzw. 40 Cent pro kWh. Im Vergleich dazu liegen die aktuellen Marktpreise (laut den Preisdaten der Online-Vergleichsplattform Verivox vom Dezember 2022) bei ca. 16,43 Cent pro kWh für Gas bzw. bei 43,30 Cent pro kWh für Strom. Der subventionierte Preis für Fernwärme beträgt 9,5 Cent pro kWh.

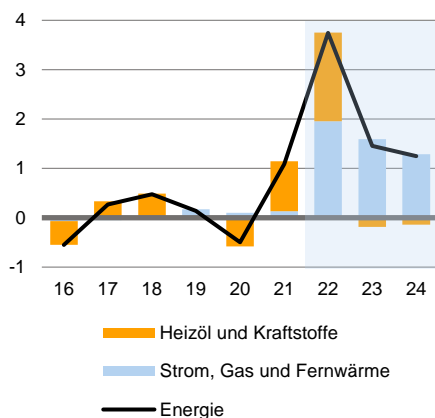
¹¹ Das genaue Ausmaß des preisdämpfenden Effekts durch die Energiepreisbremsen bleibt jedoch sehr unsicher. Während die Deutsche Bundesbank (siehe Monatsbericht vom Dezember 2022) die Auswirkungen auf den VPI auf -1,5 Prozentpunkte im Jahr 2023 veranschlagt, schätzen das ifo Institut und das ifw Kiel diese auf -1,7 bzw. -2,4 Prozentpunkte.



Energie dürfte auch in den Jahren 2023/24 inflationstreibend bleiben

49

Beiträge zur VPI-Inflationsrate, in Prozentpunkten



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Subventionen könnte jedoch schließlich im Mai 2024 zu einem etwa gleich hohen Anstieg bei der Jahresveränderungsrate des Verbraucherpreisindizes führen („Rückprall-Effekt“).

Wir möchten hervorheben, dass unsere Inflationsprognosen mit erheblichen Unsicherheiten hinsichtlich der genauen Behandlung der Energiepreissubventionen im VPI behaftet sind. Erstens bleibt abzuwarten, ob die für den Winter vorgesehene „Brückenfinanzierung“ der Regierung den offiziellen Verbraucherpreisindex (in einer rein statistischen Betrachtung) senken wird. Konkret plant die Regierung, im Dezember 2022 die monatlichen Abschlagszahlungen der privaten Haushalte auf deren jährlichen Gas- und Fernwärmerechnungen zu erstatten. Unserem Verständnis nach bedeutet dies, dass die Versorgungsunternehmen ihren Kunden im letzten Monat des Jahres keine Abschlagszahlungen in Rechnung stellen werden und die damit einhergehenden Einnahmeausfälle im Gegenzug von der Regierung ausgeglichen bekommen.

Für die Erstellung unserer Inflationsprognosen haben wir die Annahme getroffen, dass diese Einmalzahlungen im Dezember 2022 statistisch betrachtet keinen Einfluss auf den VPI haben werden. Sollte sich diese Annahme bewahrheiten, könnte die Jahresteuersatzrate im Dezember nochmals ansteigen, und zwar auf ca. 10,2%.¹² Zweitens ist noch nicht klar, wie das Statistische Bundesamt eine rückwirkende Anwendung der Energiepreisschranken – die die Regierung für die Monate Januar und Februar 2023 vorsieht – in der Inflationsmessung berücksichtigen wird. Auch wenn dieser Schritt die tatsächlichen Ausgaben der privaten Haushalte für Energie deutlich senken dürfte, haben wir mit Blick auf unsere Inflationsprognosen unterstellt, dass auch eine solche nachträgliche Erstattung keine Auswirkungen auf den VPI haben wird.¹³

Insgesamt dürften sich die Unterpositionen der VPI-Energiepreiskomponente in den Jahren 2023/24 recht unterschiedlich entwickeln. Während die Preise für Heizöl und Kraftstoffe im Jahresdurchschnitt sinken könnten – was wiederum die Gesamtinflationsrate in den Jahren 2023 und 2024 um etwa 0,2 bzw. 0,1 Prozentpunkte schmälern würde (2022P: +1,8 Prozentpunkte) –, könnten die Preise für Strom, Gas und Fernwärme die Gesamtinflationsrate in den Jahren 2023 und 2024 um 1,6 bzw. 1,3 Prozentpunkte nach oben ziehen. Dies wäre nur etwas weniger als die prognostizierten 2,0 Prozentpunkte im Jahr 2022 (2021: +0,1 Prozentpunkte). Insgesamt gehen wir davon aus, dass die VPI-Energiepreiskomponente in den Jahren 2023 und 2024 noch etwa 1,5 bzw. 1,2

¹² Zum Vergleich: Die [Deutsche Bundesbank](#) geht stattdessen davon aus, dass die Einmalzahlungen im Dezember die (HVPI-)Gesamtrate erheblich dämpfen werden. Sollte das Statistische Bundesamt diese Zahlungen also in der Berechnung des VPI berücksichtigen – z.B. indem es einen Gas- und Fernwärmepreis von null annimmt –, könnte der VPI für einen Monat deutlich absinken, da Gas und Fernwärme zusammen ein Gewicht von ca. 3% im VPI-Warenkorb haben. Darüber hinaus würden in einem solchen Fall weitere monatliche Preiserhöhungen für Gas und Fernwärme im Dezember 2022 effektiv nicht stattfinden (zumindest mit Blick auf den VPI). Daher könnte die Jahresveränderungsrate des Verbraucherpreisindizes im Dezember 2022 unter die 7%-Marke absinken (im Vergleich zu einem Anstieg auf 10,2% im Falle einer Nicht-Berücksichtigung der Einmalzahlung im VPI). Da es sich hierbei jedoch um eine einmalige Maßnahme handelt, würde die Jahresveränderungsrate schließlich im Januar 2023 wieder ansteigen. Nichtsdestotrotz würde der Dezember-Rückgang unsere Prognose für die (jahresdurchschnittliche) VPI-Inflationsrate im Jahr 2022 (von 8,0%) um etwa 0,3 Prozentpunkte senken.

¹³ Im Vergleich dazu geht jedoch das ifo Institut davon aus, dass sowohl a) die Dezember-Einmalzahlungen als auch b) die rückwirkende Anwendung der Energiepreisschranken für die Monate Januar/Februar den Verbraucherpreisindex bereits im Dezember, Januar und Februar spürbar senken werden (siehe Seiten 19-23 in der [ifo Konjunkturprognose Winter 2022: Inflation und Rezession](#)). Sollte das Statistische Bundesamt die rückwirkende Anwendung der Energiepreisschranken für die Monate Januar/Februar in den VPI einfließen lassen, könnte unserer Einschätzung nach die Jahresveränderungsrate des VPI schon zu Beginn des Jahres 2023 die 10%-Marke unterschreiten und Werten von rund 9,6% bzw. 9,7% im Januar und Februar 2023 erreichen. Dies hätte schließlich auch Auswirkungen auf unsere Inflationsprognose (von 7,1%) für 2023, die in diesem Fall im Jahresdurchschnitt um etwa 0,2 Prozentpunkte niedriger ausfallen würde.

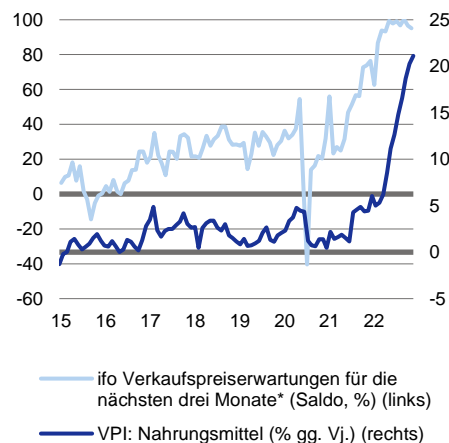


Neue globale Realitäten

Prozentpunkte zur Jahresteuerungsrate beitragen dürfte – im Vergleich zu einem geschätzten Beitrag von etwa 3,7 Prozentpunkten im Jahr 2022 (2021: +1,1 Prozentpunkte).

Lebensmittelpreise: Weiterer Preisdruck in Sicht

Die Nahrungsmittelpreise steigen kräftig **50**



* für Nahrungs-/Genußmittel und Tabak (Einzelhandel)

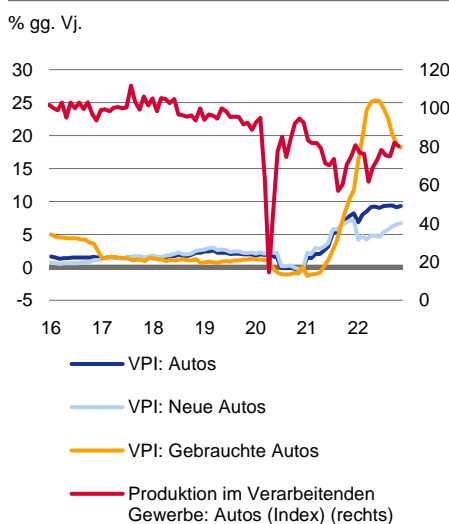
Quellen: WEFA, ifo, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die Lebensmittelpreisinfation hat sich im Laufe des Jahres 2022 drastisch erhöht und erreichte im November im Vergleich zum Vorjahresmonat einen Höchststand von 21,1%. Unserer Ansicht nach könnte die Lebensmittelpreisinfation in den kommenden Monaten weiter ansteigen und im Frühjahr 2023 möglicherweise einen Höchststand von fast 25% erreichen, ehe sie danach allmählich nachlassen könnte. Unseres Erachtens gibt es auf den vorgelagerten Ebenen (noch) keine überzeugenden Anzeichen dafür, dass sich die VPI-Nahrungsmittelpreise in absehbarer Zeit spürbar verlangsamen werden. Während der Erzeugerpreisindex für landwirtschaftliche Güter im Oktober im Vergleich zum Vorjahresmonat noch um 37,9% stieg (nach 40,3% im September), legte der Einfuhrpreisindex für Nahrungsmittel im Oktober um 25,3% zu (nach 25,0% im September).

In der Zwischenzeit sind auch die Großhandelspreise für Lebensmittel weiterhin kräftig angestiegen und haben im Oktober die 20%-Marke überschritten. Auf kurze Sicht könnte der Preisdruck bei Lebensmitteln unvermindert hoch bleiben: Im November gaben per Saldo 95,1% der Unternehmen im Einzelhandelssektor für Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren an, dass sie in den nächsten drei Monaten Preiserhöhungen planen (Oktober: 96,6%) (siehe Abbildung).

Kerninflation: Voraussichtlich nur allmähliche Abschwächung

Aufgrund von Angebotsknappheiten sind die Verbraucherpreise für (gebrauchte) Autos kräftig geklettert **51**



Produktion: Saison- und kalenderbereinigt

Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Seit dem Auslaufen des 9-Euro-Tickets im September – das die Jahresveränderungsrate des Verbrauchpreisindex ohne Nahrungsmittel und Energie in der Zeit von Juni bis August um rund 0,8 Prozentpunkte auf durchschnittlich 3,3% senkte – hat sich der Auftrieb bei der Kerninflation noch einmal deutlich verstärkt. Im Oktober knackte sie schließlich die 5%-Marke, die sie auch im November nicht unterschritt. Derzeit wird die Kerninflation durch einen starken Aufwärtsdruck bei den Waren (ohne Nahrungsmittel und Energie) sowie den Dienstleistungen ohne Wohnungsmieten angekurbelt, wohingegen die gewichtigen Wohnungsmieten (VPI-Warenkorbgewicht: ca. 20,7%) die Dienstleistungspreisinfation nach wie vor deutlich dämpfen. So stieg im November die Jahresveränderungsrate der Warenpreise (ohne Energie und Nahrungsmittel) auf 7,5% an (nach 6,9% im Oktober), während sich die Preise für Dienstleistungen (ohne Wohnungsmieten) sowie Wohnungsmieten im Vergleich zum Vorjahresmonat um 4,9% bzw. 1,9% erhöhten. Ein großer Teil des nach wie vor erheblichen Preisdrucks bei Gebrauchsgütern geht wiederum auf Fahrzeuge (insbesondere Gebrauchtwagen) zurück. Aufgrund von Angebotsengpässen in der Automobilindustrie kletterten die Gebrauchtwagenpreise im zweiten Quartal in der Spitze um mehr als 25% (im Vorjahresvergleich). Und auch im November lagen sie noch immer 18,2% über den Werten des Vorjahresmonats (siehe Abbildung).

Ein Rückgang bei der Kerninflation wird daher entscheidend von einer Normalisierung bei den angebotsseitigen Engpässen abhängen, die unserer Einschätzung nach nur allmählich im Laufe des Jahres 2023 eintreten dürfte. Bis es zu einer vollständigen Normalisierung bei den globalen Lieferketten kommt, dürfte jedoch noch etwas Zeit vergehen. Im Moment leiden noch immer viele Sektoren des Verarbeitenden Gewerbes unter ernsthaften Materialengpässen. Zwar hat sich der prozentuale Anteil der Hersteller, die über Engpässe bei den Vorleistungsgütern klagen, im November abermals auf „nur noch“ 59,3% verringert

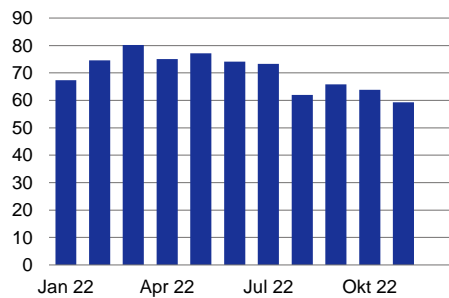


Neue globale Realitäten

Knappeiten von Vorprodukten im Verarbeitenden Gewerbe

52

Anteil der Nennungen in %

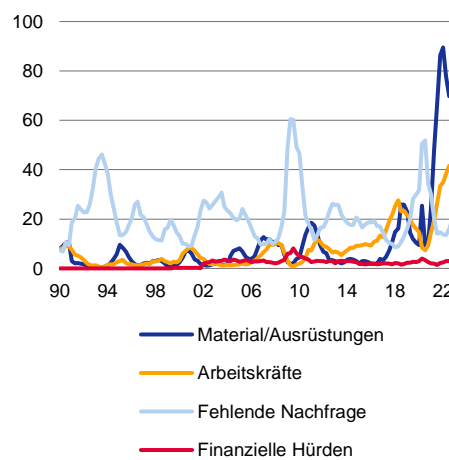


Quelle: ifo

Knappeiten an Vorprodukten und Arbeitskräften begrenzen die Produktion

53

%(saisonbereinigte Quartalswerte)*



*Anteil der Unternehmen, die den genannten Faktor als Hemnis für ihre Produktion betrachten.

Quellen: WEFA, Europäische Kommission

(nach ca. 75% in H1 2022) (siehe Abbildung). Dennoch sind die Materialengpässe in einigen Sektoren (wie z.B. in der Automobilindustrie, im Maschinenbau, bei elektronischen Geräten oder in der Getränkeindustrie) nach wie vor sehr gravierend.

Einige zaghafte Anzeichen für eine Abschwächung bei den Warenpreisen (ohne Nahrungsmittel und Energie) kommen auch von der vorgelagerten Ebene der Produzenten, Importeure und Großhändler. Im Oktober sank der Erzeugerpreisindex (PPI) um beachtliche 4,2%, was den ersten Rückgang gegenüber dem Vormonat seit Mai 2020 darstellt. Infolgedessen verringerte sich die Jahresrate auf „nur noch“ 34,5% (nach einem zwischenzeitlichen Rekordhoch von 45,8% im August und September). Dennoch bleibt festzuhalten, dass der ausgeprägte Rückgang des Produzentenpreisindizes zu einem großen Teil auf gefallene Energiepreise (insbesondere für Strom und Gas) zurückgeführt werden kann, die im Monatsvergleich um 10,4% sanken. Darüber hinaus könnte es noch einige Zeit dauern, bis sich der deutlich nachgelassene Preisdruck bei den Vorleistungsgütern auch auf die Konsumgüterpreise auswirkt. Mit Blick auf die weitere Dienstleistungspreis-inflation dürfte das Deutschlandticket (49-Euro-Ticket), das im April 2023 eingeführt werden könnte, einen geringen dämpfenden Effekt auf den VPI haben. Der Nachfolger des 9-Euro-Tickets könnte nach unserer Überschlagsrechnung die (jahresdurchschnittliche) VPI-Inflationsrate im Jahr 2023 um gut 0,1 Prozentpunkte dämpfen – verglichen mit einem von der [Deutschen Bundesbank](#) geschätzten HVPI-senkenden Effekt von 0,2 Prozentpunkten.

Fazit: Die Gesamtinflation dürfte 2023 im Jahresdurchschnitt bei rund 7% liegen und könnte 2024 auf knapp unter 4% sinken

Unsere Einschätzung, dass der Preisdruck im weiteren Zeitverlauf „nur“ allmählich nachlassen dürfte, wird auch von den meisten umfragebasierten Preiserwartungsindikatoren gestützt. So liegen z.B. die Input- und Output-Preise beim Einkaufsmanagerindex sowohl für das Verarbeitende Gewerbe als auch den Dienstleistungssektor nach wie vor deutlich über der 50%-Schwelle, was auf weitere Preisanstiege in der nahen Zukunft hindeutet. Dasselbe gilt mit Blick auf die Umfragen des ifo Instituts zu den Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen. Obwohl sich die entsprechenden Werte zu den Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen in jüngster Zeit deutlich abgeschwächt haben, sind sie im historischen Vergleich noch immer sehr hoch (siehe Abbildung).

Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass die Kerninflationsrate bis zum Sommer 2023 im Durchschnitt noch immer bei über 5% liegen könnte und sich erst im ersten Quartal 2024 der 3%-Marke nähern dürfte. Dies setzt jedoch voraus, dass die globalen Angebotsprobleme bis zum Jahresende 2023 weitgehend überwunden sein werden. Aufwärtsrisiken für den weiteren Inflationsverlauf ergeben sich unter anderem mit Blick auf eine mögliche „Entankerung“ der Inflationserwartungen. Denn eine solche würde noch stärkere Lohnabschlüsse nach sich ziehen und damit das Risiko erhöhen, dass sich die Normalisierung bei der Dienstleistungsinflation (ohne Wohnungsmieten) hinauszögert. In Anbetracht einer prognostizierten (jahresdurchschnittlichen) VPI-Inflationsrate von 8,0% für das Jahr 2022 könnte sich über kräftige Preissteigerungen bei den inflationsindexierten Wohnungsmieten weiterer Aufwärtsdruck auf die VPI-Inflationsrate im Jahr 2023 aufbauen. Da jedoch der Anteil solcher Verträge an den bestehenden Mietverträgen wohl noch recht gering sein dürfte (möglicherweise liegt dieser im mittleren einstelligen Prozentbereich), gehen wir davon aus, dass der inflationsbedingte Anstieg bei den Indexmieten im Jahr 2023 nicht mehr als 0,1 Prozentpunkte zur VPI-Jahresteuersatzrate beitragen dürfte. Erhebliche Aufwärts- und Abwärtsrisiken gehen vor allem von den volatilen Energiepreisen aus. Abschließend sei nochmals in Erinnerung gerufen, dass unsere

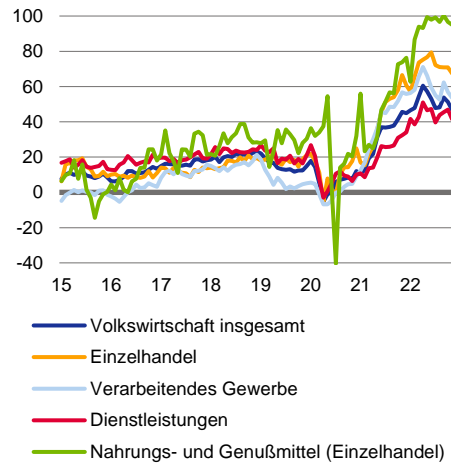


Neue globale Realitäten

Verkaufspreiserwartungen (ifo Umfrage)*

54

Saldo (%)



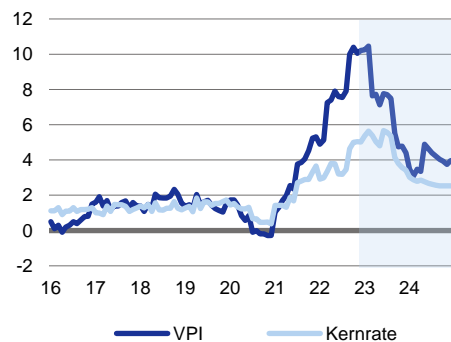
* Saldo der Umfragemeldungen (saisonbereinigt) bezüglich der erwarteten Verkaufspreise in den nächsten drei Monaten.

Quellen: ifo, WEFA, Deutsche Bank Research

Die Gesamtinflation dürfte schon bald nachgeben, die Kernrate aber hartnäckig hoch bleiben

56

% gg. Vj.



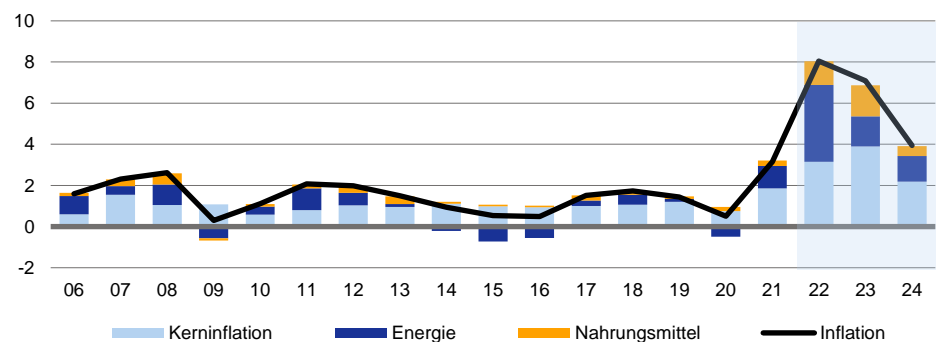
Quellen: Statistisches Bundesamt, WEFA, Deutsche Bank Research

Inflationsprognosen mit erheblichen Unsicherheiten hinsichtlich der genauen Behandlung der Energiesubventionen im VPI verbunden sind. Denn wir haben für unsere Inflationsprognosen unterstellt, dass sowohl die Einmalzahlung im Dezember 2022 als auch die rückwirkende Anwendung der Energiepreislöcher im Januar und Februar 2023 sich nicht preisdämpfend auf den VPI auswirken werden. Sollten diese Maßnahmen jedoch (entgegen der von uns getroffenen Annahmen) den VPI in diesen Monaten dämpfen, könnte die Jahresveränderungsrate der Verbraucherpreisindizes womöglich im Dezember 2022 bis unter die 7%-Marke sinken und im Januar und Februar 2023 bei Werten von weniger als 10% liegen. In diesem Fall könnten unsere Prognosen für die (jahresdurchschnittliche) VPI-Inflationsrate von 8,0% für 2022 und 7,1% für 2023 um ca. 0,3 bzw. 0,2 Prozentpunkte nach unten korrigiert werden.

Die VPI-Inflationsrate könnte im Jahresdurchschnitt 2023 auf etwa 7% zurückgehen

55

% gg. Vj. bzw. Wachstumsbeiträge zur Jahresrate in Prozentpunkten



Quellen: Statistisches Bundesamt, WEFA, Deutsche Bank Research

Ein Faktor, der unsere Prognosen ebenfalls beeinflussen könnte, ist die bevorstehende regelmäßige Aktualisierung der VPI-Warenkorbgewichte. Die Umstellung der derzeitigen (Basisjahr 2015) auf die neuen Warenkorbgewichte (Basisjahr 2020) soll am 22. Februar 2023 erfolgen. Bis dahin wird das Statistische Bundesamt seine neu berechneten VPI-Inflationsdaten vorlegen, die bis Januar 2020 zurückreichen werden.

Sebastian Becker (+49 69 910-21548, sebastian-b.becker@db.com)



EZB-Leitzinsen dürften bis auf 3 ¼% steigen

Die EZB hat das Ausmaß ihrer Zinsschritte im Dezember erwartungsgemäß auf 50 Basispunkte (Bp.) reduziert, nach zwei Anhebungen um 75 Bp. im Oktober und September. Einlagen- und Hauptrefinanzierungssatz liegen nun bei 2,00% beziehungsweise 2 ½%.

Auch die Tonalität der Pressekonferenz vom 15. Dezember war restriktiv, wie von uns erwartet. Gemäß den Äußerungen von Präsidentin Lagarde müssen die Leitzinsen noch weiter signifikant ansteigen, um ein hinreichend restriktives Niveau zu erreichen, damit die Inflation zeitnah wieder auf ihren mittelfristigen Zielwert von 2% zurückkehrt. Als Reaktion auf diese Pressekonferenz haben wir unsere Prognose für den jeweiligen Zielwert („Terminal Rate“) der EZB-Leitzinsen angehoben. Der Einlagensatz dürfte nun bis Mitte Q2 2023 auf 3 ¼% (zuvor 3,00%) klettern und der Hauptrefinanzierungssatz entsprechend auf 3 ¾%. Somit erwarten wir im Februar und im März (bisher: 25 Bp.) Zinsanhebungen um jeweils 50 Bp., gefolgt von weiteren 25 Bp. im Mai 2023.

Für unsere Prognose gibt es verschiedene Aufwärts- und Abwärtsrisiken, wobei die Aufwärtsrisiken tendenziell überwiegen. Der Zielwert der Leitzinsen ist dabei keine feste Größe, die von der EZB ex-ante festgelegt wird. Er hängt neben den Inflationsprognosen der EZB insbesondere von der Lohnentwicklung, dem finanzpolitischen Kurs in der Eurozone und von den finanziellen Bedingungen ab.

Für die Inflation sehen wir Aufwärtsrisiken mit Blick auf die Löhne und die Finanzpolitik. Die größere Unsicherheit liegt in den finanziellen Bedingungen. Mit ihrer jüngsten Pressekonferenz dürfte die EZB auch beabsichtigt haben, die finanziellen Bedingungen – letztlich die Reaktion der Banken und Finanzmarktakteure – zu straffen. Wenn dies eintritt und anhält, könnte es den Druck für weitere Leitzinsanhebungen reduzieren. Andernfalls könnte sich die EZB gezwungen sehen, die Leitzinsen noch stärker anzuheben.

Zinsanhebungen über die von uns prognostizierten 3 ¼% hinaus könnte jedoch begrenzt bleiben. Einerseits halten wir die EZB-internen Wachstumsprognosen für optimistisch und andererseits wurde beschlossen, mit dem Abschmelzen der Zentralbankbilanz (Quantitative Tightening „QT“) bereits im März zu beginnen. Dies hatten wir erst für April erwartet. Die vollständigen Einzelheiten der Umsetzung sollen auf der nächsten Sitzung im Februar bekannt gegeben werden.

Die EZB stellte ihre aktualisierten Prognosen vor, inklusive vorläufiger Daten bis zum Jahr 2025, welches nun den mittelfristigen Horizont darstellt. Die Inflationsprognose für 2022 wurde auf 8,4% (zuvor 8,1%) angehoben. Im kommenden Jahr dürfte der HVPI bei 6,3% (5,5%) liegen. Im Jahr 2024 wird eine weitere Abschwächung der Inflationsrate auf 3,4% (2,3%) erwartet, gefolgt von 2,3% im Jahr 2025. Die EZB erwartet im Zeitraum im laufenden Jahr eine Kernrate von 3,9%, die sich in 2023 auf 4,2% beschleunigt und dann in 2024 und 2025 auf 2,8% und 2,4% abfällt. Mit anderen Worten geht die EZB davon aus, dass das Tempo der Kerninflation von Anfang 2023 bis Ende 2024 weitgehend stabil (und über ihrem Zielwert) bleiben wird. Gründe für diese Persistenz sieht die EZB in der Stärke weiter zu erwartender Preisanhebungen und -weitergaben. Auch der robuste Arbeitsmarkt und ein kräftiges Lohnwachstum dürften dazu beitragen.

Mark Wall (+44 20 754-52087, mark.wall@db.com)

Marc Schattenberg (+49 69 910-31875, marc.schattenberg@db.com)



Die sich wandelnden Beziehungen zu China – Auswirkungen für deutsche Unternehmen

- **Deutschland und die EU rüsten ihr wirtschaftspolitisches Instrumentarium für eine Ära der Patchwork-Globalisierung auf.** Die deutsche Regierung arbeitet derzeit (ergänzend zu Gesetzesinitiativen auf EU-Ebene) an der Anpassung und Erweiterung ihres handels-, investitions- und außenpolitischen Instrumentariums an diese neue geökonomische Realität. Einige dieser Maßnahmen sind implizit oder explizit auf China ausgerichtet. Hierbei scheinen Deutschland (und die EU) eher den Weg der Diversifizierung und des nationalen Risikomanagements eingeschlagen zu haben, anstatt eine vollständige geökonomische Rivalität anzustreben.
- **Keine kritische Abhängigkeit von China auf aggregierter Ebene, aber hohe Anfälligkeit in entscheidenden Bereichen.** Der Lieferstopp von russischem Gas hat in Deutschland eine Debatte über eine mögliche übermäßige Abhängigkeit von anderen (durchsetzungsstarken) Handelspartnern außerhalb der EU ausgelöst. Auf aggregierter Ebene ist die deutsche Wirtschaft (bisher) nicht entscheidend von China abhängig, denn auf China entfallen 7% der direkten und indirekten ausländischen Vorleistungen und 9% der Endnachfrage an der gesamten deutschen Wertschöpfung. Allerdings gibt es starke sektorale Abhängigkeiten (Automobilindustrie und Maschinenbau, erneuerbare Energien), Abhängigkeiten bei kritischen Rohstoffen (Seltene Erden, Metalle für die Energiewende), kritischer Infrastruktur (5G-Komponenten) und bei den Ergebnisbeiträgen der DAX-Unternehmen.
- **Die neue China-Strategie Deutschlands – Risikomanagement auch auf die nationale Ebene verlagern.** Da die zirkulierenden Strategieentwürfe noch nicht aufeinander abgestimmt sind (Kanzleramt vs. Außen-/Wirtschaftsministerium) und die Dokumente möglicherweise noch erhebliche Überarbeitungen erfahren könnten, ist es noch zu früh, um die neue Strategie zu analysieren. Klar ist, dass die Handels- und Investitionspolitik in Zukunft auch durch das Prisma der nationalen Sicherheit betrachtet werden wird. Die wichtigste offene Frage bleibt, inwieweit Deutschland bereit sein wird, einen kurzfristigen wirtschaftlichen Preis für einen langfristigen Zugewinn an nationaler Sicherheit zu zahlen. Das mögliche Vorgehen der größten Volkswirtschaft der EU könnte sich auch auf die Beziehungen zwischen der EU und China auswirken. Der übergeordnete Trend sowohl in den USA als auch der EU deutet auf eine Konvergenz zu einer defensiveren Haltung gegenüber China hin, allerdings mit unterschiedlicher Dringlichkeit.
- **Auswirkungen für deutsche Unternehmen: Leitlinien dürften begrüßt werden, während die Bürokratie zunimmt.** Allgemeine politische Leitlinien im Rahmen einer Nationalen Sicherheits-/China-/Rohstoffstrategie dürften von den Wirtschaftsverbänden ebenso begrüßt werden wie der Impuls für neue Freihandelsabkommen mit anderen regionalen Handelsmächten in Asien. Neue Anforderungen an die Berichterstattung und Stresstests könnten jedoch eine zusätzliche administrative Belastung für die bereits durch die Energiekrise belasteten Unternehmen darstellen, sind aber die Grundlage für Risikomanagement auf nationaler Ebene.

1. Die Zukunft des deutschen Wirtschaftsmodells in einer Welt der Machtpolitik

Die Welt ist bereits vor dem Ukraine-Krieg in eine Ära der Machtpolitik eingetreten. Der Wandel hin zu einer Wirtschaftsordnung, in der Regeln weniger und



Macht mehr zählen, ist bereits seit einigen Jahren im Gange. Die großen Wirtschaftsmächte haben damit begonnen, ihre jeweiligen wirtschaftlichen und finanziellen Schwachstellen proaktiv zu managen, wobei China auf das Konzept der zwei Kreisläufe („dual circulation“) umstellt und die USA die Risiken in der Lieferkette begrenzen.¹⁴ Aber der Krieg diente wahrscheinlich als Weckruf für jene Länder wie Deutschland, die immer noch an eine Welt glaubten, in der wirtschaftliche Verflechtung (automatisch) Multilateralismus fördert. Unabhängig davon, ob wir derzeit auf eine bipolare oder multipolare Welt zusteuern, hat die Ära der Patchwork-Globalisierung vermutlich schon begonnen. Gleichzeitig sind alle großen Wirtschaftsböcke stark miteinander verflochten, was bedeutet, dass der Einsatz oder die Androhung wirtschaftlicher Druckmittel („economic coercion“) (z.B. gezielte Exportbeschränkungen, das Setzen von Unternehmen auf schwarze Listen, Produktboykotte, Sanktionen, Zölle usw.) wahrscheinlicher werden.

Neuer Werkzeugkasten für die neue geoökonomische Realität. Die große Offenheit für Handel und Investitionen hat erheblich zum deutschen Wohlstand beigetragen, die deutsche Volkswirtschaft auch anfälliger für exogene Schocks gemacht – seien sie wirtschaftlicher oder geopolitischer Natur oder in Bezug auf die globale Handels- und Investitionsarchitektur. Vor diesem Hintergrund arbeitet die deutsche Regierung (ergänzend zu Gesetzesinitiativen auf EU-Ebene) derzeit daran, ihr handels-, investitions- und außenpolitisches Instrumentarium an diese neue geoökonomische Realität anzupassen (und zu erweitern). Einige dieser Maßnahmen sind implizit oder explizit auf China ausgerichtet. In dieser kurzen Analyse wollen wir einen ersten Überblick über die chinesisch-deutschen wirtschaftlichen Abhängigkeiten, neue politische Instrumente zur Handhabung/Reduzierung dieser Abhängigkeiten und die potenziellen Auswirkungen der Verlagerung des Risikomanagements auch auf die nationale Ebene und auf den deutschen Unternehmenssektor geben.

2. Stilisierte Fakten der Entwicklung der wirtschaftlichen Beziehungen zwischen Deutschland und China

Integration der Wertschöpfungskette – auf aggregierter Ebene ist Deutschland nicht kritisch von China abhängig. Standardkennzahlen wie Exporte und Importe können kein vollständiges Bild der wirtschaftlichen Abhängigkeiten liefern. Um den Grad der gesamtwirtschaftlichen Abhängigkeiten zu beurteilen, ist es daher wichtig, die Herkunft der ausländischen Vorleistungen (Bedeutung Chinas als direkter UND indirekter Lieferant) und die Herkunft der Endnachfrage an der gesamten deutschen Wertschöpfung (China als wichtiger Absatzmarkt) zu betrachten. Eine aktuelle Studie des ifo-Instituts¹⁵ hat genau dies getan. Sie verwendet länderübergreifende Input-Output-Tabellen der OECD, um den Grad der Abhängigkeit Deutschlands von ausländischen Vorleistungen und ausländischer Nachfrage zu messen. Die Studie kommt zu dem Schluss, dass die deutsche Wirtschaft auf aggregierter Ebene (bislang) nicht entscheidend von China abhängig ist. Auf China entfallen 7% der direkten und indirekten Vorleistungen und 9% der Endnachfrage an der gesamten deutschen Wertschöpfung (siehe Abbildung 57).

¹⁴ DGAP, Designing a Geo-economic policy for Europe, März 2022

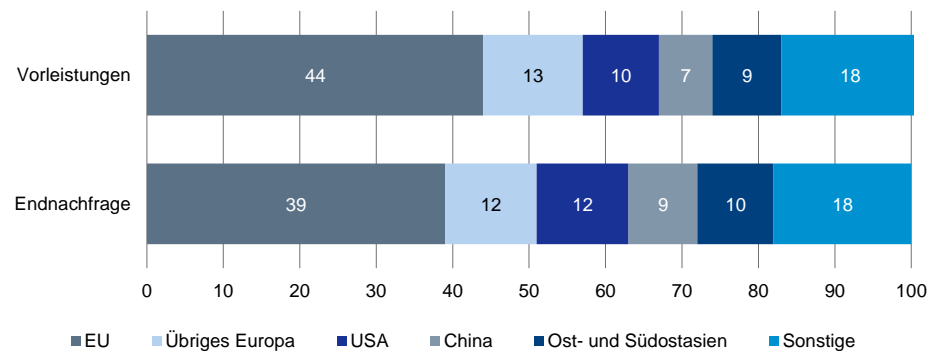
¹⁵ Ifo Institut, Wie abhängig ist Deutschland vom Reich der Mitte, April 2022



Ausländische Vorleistungen und ausländische Endnachfrage

57

2018, in %



Quellen: ifo Institut, OECD ICIO, Deutsche Bank

Aber gibt es kritische Abhängigkeiten in entscheidenden Bereichen? Ja, wenn man sich die sektoralen, rohstoff- oder infrastrukturenspezifischen Daten genauer ansieht, wird deutlich, dass für Deutschland kritische Abhängigkeiten gibt.

— **Automobilindustrie und Maschinenbau.** Die Automobilindustrie und der Maschinenbau gehören zu den Schlüsselsektoren, die am stärksten von Exporten nach China abhängig sind. Der Anteil Chinas an den Gesamtexporten (Fahrzeuge, Karosserien und Teile) in der Automobilindustrie lag im Jahr 2021 bei 13,1% und in der Elektrotechnik bei 11,5% der Gesamtexporte. Auf der Importseite entfiel 2021 rund ein Drittel aller importierten Elektroprodukte auf China. Der Anteil ist bei Computern, elektronischen und optischen Erzeugnissen (37,9%) noch höher als bei elektrischen Ausrüstungen (24,9%). Bei den Metallerzeugnissen stieg der Anteil Chinas an den deutschen Importen von 13,4% im Jahr 2010 auf 18,9% im Jahr 2021.

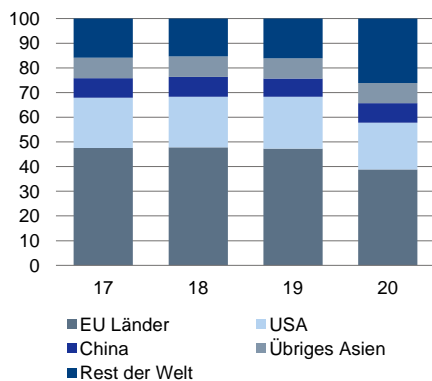
Rohstoffabhängigkeit bei Schlüsseltechnologien

58

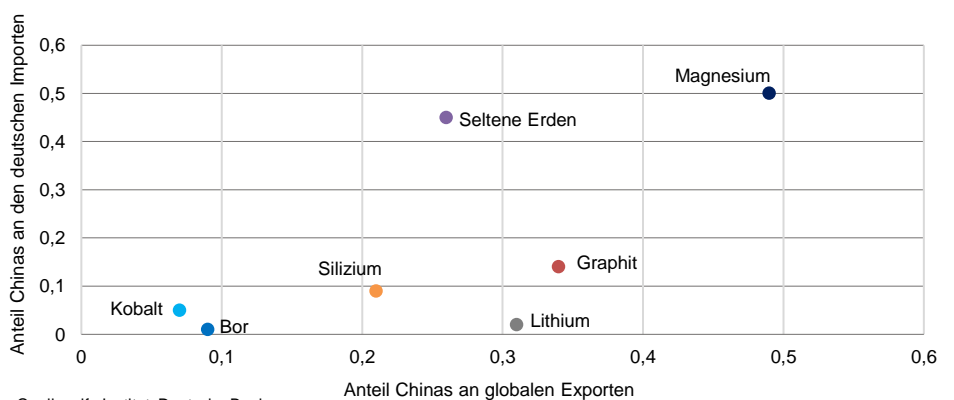
Deutsche Auslandsunternehmens-einheiten aktiver in den USA als in China

59

Jahresumsatz in Milliarden EUR



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research



Quellen: ifo Institut, Deutsche Bank

— **Kritische Rohstoffe für Schlüsseltechnologien.** In den vergangenen Monaten haben zahlreiche Studien¹⁶ die Abhängigkeit Deutschlands bei kritischen Rohstoffen für Schlüsseltechnologien untersucht. Die Rohstoffabhängigkeitsmatrix zeigt, dass Magnesium (benötigt für die Luftfahrt und die Automobilindustrie) und Seltene Erden (benötigt z.B. für Elektromotoren) durch

¹⁶ IW, Globalisierungskrise: Welche Abhängigkeiten bestehen bei kritischen Rohstoffen und Gütern aus China? Juni 2022; ifo Institut, Wie abhängig ist Deutschland von Rohstoffimporten, Juni 2022

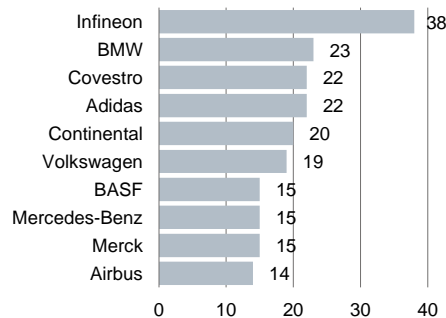


Neue globale Realitäten

China-Abhängigkeit der DAX-Unternehmen

60

China-Umsatz, in % des Gesamtumsatzes, 2021

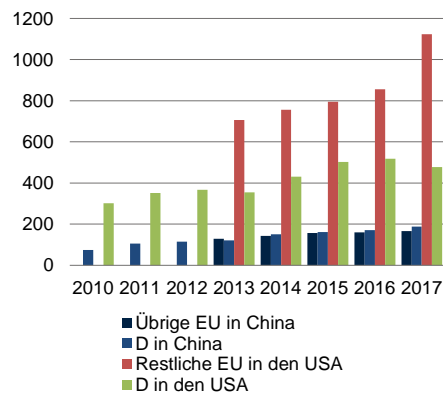


Quelle: Deutsche Bank Equity Research

Auch EU-Auslandsunternehmenseinheiten aktiver in den USA als in China

61

Umsatz (Industrie, Bau & Dienstleistungen), Mrd. EUR



Quellen: Eurostat (FATS), Deutsche Bank

einen hohen chinesischen Anteil an den weltweiten Exporten und einen hohen Anteil an deutschen Importen aus China hervorstechen. Außerdem ist China der wichtigste Lieferant von Metallen für die Energiewende.

- **Kritische Infrastruktur – 5G-Komponenten.** Im Zuge der Umstellung der Telekommunikationsnetze von 4G auf 5G sorgen Komponenten für 5G-Netze des chinesischen Anbieters Huawei für nationale Sicherheitsbedenken. Während Australien und Neuseeland bereits 2018 und das Vereinigte Königreich 2020 Huawei-Komponenten verboten haben, gibt es in Frankreich und Deutschland zwar kein vollständiges Verbot, aber Einschränkungen. In Deutschland erlaubt das „[IT-Sicherheitsgesetz 2.0](#)“ von 2021 der Regierung, bestimmte Lieferanten von technologischen Infrastrukturprojekten auszuschließen, wenn nationale Sicherheitsbedenken bestehen. Die Biden-Administration hat das Thema kürzlich auf dem [NATO-Gipfel](#) im November erneut zur Sprache gebracht.
- **Risikoballung auf Einzelunternehmensebene?** Im Jahr 2021 stammten 11% der Einnahmen der DAX-Unternehmen aus China.¹⁷ In den Top Ten der am stärksten abhängigen DAX-Unternehmen sind die Anteile allerdings höher: Infineon (38% der Einnahmen), BMW (23%), Covestro (22%), Adidas (22%) und Continental (20%) (siehe [European Equity Strategy: China Re-opening](#)). Generell lag der Umsatz der Auslandsstöchter deutscher Unternehmen in China im Jahr 2020 bei EUR 192 Mrd., was in etwa dem Niveau von 2019 entspricht, aber weniger als die Hälfte des Umsatzes der deutschen Auslandsstöchter in den USA mit EUR 458 Mrd. beträgt (siehe Abbildung 60).

Natürlich sind die oben dargestellten Statistiken nur eine Momentaufnahme – manchmal sogar von vor ein paar Jahren. Angesichts der Tatsache, dass das chinesische BIP mittelfristig immer noch um real etwa 5% gegenüber dem Vorjahr wachsen dürfte, der wachsenden Mittelschicht und einer nicht unerheblichen Attraktivität für viele Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten, spielt das Land in vielen mittelfristigen Strategien deutscher Unternehmen eine Schlüsselrolle. Presseberichten¹⁸ zufolge planen beispielsweise große deutsche Automobilhersteller, ihre neuen Elektroautos – ihr vielversprechendstes Zukunftssegment, das Absatz und Innovation vorantreiben soll – in China zu fertigen und weltweit zu exportieren.

3. Neue wirtschaftspolitische Instrumente zur Minderung strategischer Abhängigkeiten – Erweiterung des geökonomischen Instrumentariums

Die Erweiterung des deutschen außen- und handelspolitischen Instrumentariums muss vor dem Hintergrund des Strebens der EU nach offener strategischer Autonomie analysiert werden, welche nicht mehr nur ein Schlagwort ist. Die EU wird eine Verfechterin des Multilateralismus bleiben, da die Größe und Tiefe des EU-Binnenmarktes ihre Verhandlungsmacht bei Handels- und Investitionsabkommen bestimmt. Doch schon vor dem Ukraine-Krieg hatte die EU begonnen, ihr Verteidigungsinstrumentarium in den Bereichen Handel, Investitionen und Industriepolitik zu verstärken (siehe Zeitleiste in Abbildung 62):

Im September 2020 veröffentlichte die EU ihre aktualisierte [Liste kritischer Rohstoffe](#).

- Der [europäische Koordinationsmechanismus bei der Investitionsprüfung](#) wurde im Oktober 2020 in Kraft gesetzt. Er ermöglicht es der EU, tätig zu

¹⁷ Maximilian Uleer, Deutsche Bank Research, China's Reopening, Juni 2022

¹⁸ "Warum BMW, Mercedes und Renault in China fertigen", FAZ 01.12.2022



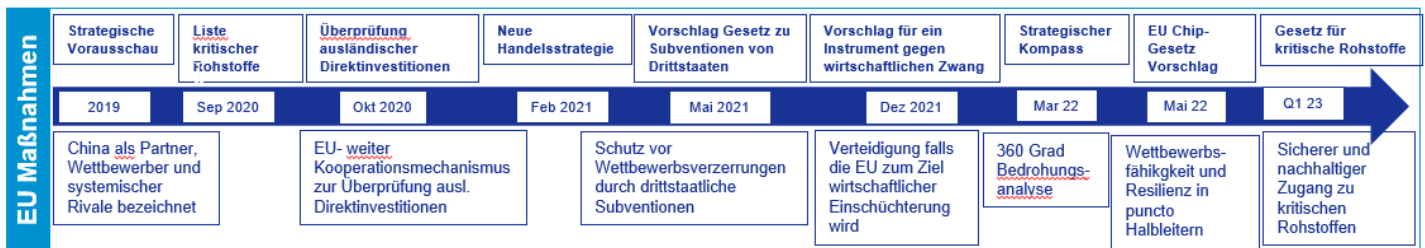
Neue globale Realitäten

werden, wenn eine ausländische Investition eine Bedrohung für die nationale Sicherheit darstellt.

- Die Verordnung über ausländische Subventionen wird voraussichtlich Anfang 2023 in Kraft treten. Die EU erlangt damit die Befugnis, Subventionen zu untersuchen, die von öffentlichen Behörden in einem Drittstaat gewährt werden. Es bleiben aber Fragen hinsichtlich der potenziellen Wirksamkeit der Verordnung. Die Überprüfung der tatsächlichen Höhe der staatlichen Beihilfen, die ausländische Unternehmen erhalten haben, stellt eine Herausforderung dar.
- Die Europäische Kommission schlug im Dezember 2021 ein neues Instrument zur Bekämpfung des Einsatzes wirtschaftlicher Druckmittel durch Handelskonkurrenten vor. Das Gesetzgebungsverfahren ist bereits weit fortgeschritten. Obwohl es eine gewisse Debatte darüber gab, ob es als Abschreckung des Einsatzes wirtschaftlicher Druckmittel dienen oder eher zu einer schädlichen Spirale von eskalierenden Maßnahmen und Gegenmaßnahmen führen könnte, einigte sich der Rat im November auf einen gemeinsamen Standpunkt.
- Im ersten Quartal 2023 soll eine Gesetzgebung zur Sicherung kritischer Rohstoffe (z.B. Lithium, Seltene Erden) vorgelegt werden, die dazu beitragen soll, asymmetrische Handelsabhängigkeiten zu verringern.

Die EU erweitert ihr geökonomisches Instrumentarium

62



Quelle: Deutsche Bank Research

Braucht die EU einen Fonds zur Umverteilung der Kosten der von Vergeltungsmaßnahmen betroffenen Länder? Wenn die EU die oben genannten wirtschaftspolitischen Instrumente in Zukunft aktiver einsetzt, könnte dies das Risiko erhöhen, Vergeltungsmaßnahmen auszulösen. Daher fordern Politikberater zusätzlich zu den oben genannten wirtschaftspolitischen Initiativen die Einrichtung eines „Economic deterrence“-Fonds, um eine gerechtere Verteilung der Kosten der von Vergeltungsmaßnahmen betroffenen Ländern zu gewährleisten. In einem Worst-Case-Szenario eskalierender Handelskonflikte/schnellerer wirtschaftlicher Abkopplung könnte dies besonders für exportabhängige Volkswirtschaften wie Deutschland von Bedeutung sein. Best-Practice-Beispiele für den Umgang mit informellen/formellen wirtschaftlichen Druckmitteln lassen sich aus Ostasien und Australien ableiten (z. B. Exportumlenkung, Aushandlung anderer Freihandelsabkommen).¹⁹

Die transatlantischen Beziehungen EU/USA und China: Ein dreifacher Balanceakt?

Der übergeordnete Trend sowohl in den USA als auch der EU deutet auf eine Konvergenz zu einer defensiveren Haltung gegenüber China hin, allerdings mit

¹⁹ Merics, Dealing from China's economic coercion - The Case of Lithuania and insights from East Asia Australia, 2022



unterschiedlicher Dringlichkeit.²⁰ Die EU bezeichnete China in ihrem strategischen Ausblick für 2019 als Partner, wirtschaftlichen Konkurrenten und systemischen Rivalen und scheint eher den Weg der Diversifikation und des nationalen Risikomanagements (Verringerung asymmetrischer Handelsabhängigkeiten) eingeschlagen zu haben, als eine umfassende geoökonomische Rivalität anzustreben. Es könnte jedoch der Zeitpunkt kommen, an dem „wirtschaftliche Äquidistanz für die EU und Deutschland im geoökonomischen Konflikt zwischen den USA und China keine Option mehr ist“.²¹

Deutschlands neue nationale Sicherheits-/China-Strategie – was ist zu erwarten?

Die von Bundeskanzler Scholz am 27. Februar ausgerufene „Zeitenwende“ manifestiert sich auch darin, dass die Regierung derzeit ihre erste Nationale Sicherheitsstrategie vorbereitet. Zum Vergleich: Die Nationale Sicherheitsstrategie der USA ist ein seit 1986 gesetzlich vorgeschriebener Bericht. Die neue deutsche Strategie soll im Laufe der nächsten Monate vorgelegt werden, möglicherweise noch vor der Münchner Sicherheitskonferenz Mitte Februar. Dies zeigt, dass nationale Verteidigungs- und Sicherheitspolitik in Zukunft eine wichtigere Rolle in der deutschen Politik spielen wird, wobei die Handels- und Investitionspolitik in Zukunft auch durch das Prisma der nationalen Sicherheit betrachtet werden wird. In Verbindung mit dieser nationalen Sicherheitsstrategie wird derzeit auch eine deutsche China-Strategie erarbeitet, die noch mit dem Auswärtigen Amt, dem Wirtschaftsministerium und dem Bundeskanzleramt abgestimmt wird. Basierend auf Strategieentwürfen²², die aus dem Außenministerium, dem Wirtschaftsministerium und einem aktuellen Meinungsbeitrag von Olaf Scholz in Foreign Affairs (5. Dezember) stammen, sind dies u.a. mögliche Elemente der neuen Strategie:

- neue Berichtspflichten für das China-Geschäft von Unternehmen,
- potentielle Stresstests von Unternehmen, um China-bezogene Risiken zu identifizieren,
- Länderlimits für Investitionsgarantien,
- Aufbau neuer Handels- und Investitionsbeziehungen mit regionalen Handelsmächten in Asien, was allerdings einige Zeit in Anspruch nehmen wird. Im Juni nahm die EU beispielsweise die Verhandlungen über ein Freihandelsabkommen mit Indien wieder auf, und die bevorstehende schwedische EU-Ratspräsidentschaft hat das Vorantreiben der Verhandlungen zu einer der wichtigsten Prioritäten gemacht (siehe Tabelle 63).
- Förderung von Leuchtturmprojekten im Rahmen der Global Gateway Initiative der EU - der Strategie der EU für weltweite Infrastrukturinvestitionen (z.B. auf dem Balkan).

Da die zirkulierenden Strategieentwürfe noch nicht aufeinander abgestimmt sind und die Dokumente noch erhebliche Überarbeitungen erfahren könnten, ist es noch zu früh, um die Auswirkungen der neuen Strategie auf Unternehmen in Deutschland zu beurteilen. Die Marschrichtung hin zu mehr Transparenz hinsichtlich potenzieller Verwundbarkeiten auf nationaler Ebenen (d.h. mehr Offenlegungspflichten für Unternehmen) und einer stärkeren Betonung des Aufbaus neuer Beziehungen zu regionalen Handelsmächten in Asien (d.h. mehr Freihandelsabkommen auf EU-Ebene) ist zu erkennen und dies dürften Kernelemente

EU: Mehr Freihandelsabkommen in APAC?

63

Land	Status
 Singapur	Unterschrieben im Jahr 2018
 Vietnam	Unterschrieben im Jahr 2019
 Malaysia	Verhandlungen derzeit ausgesetzt
 Philippinen	Verhandlungen derzeit ausgesetzt
 Thailand	Verhandlungen derzeit ausgesetzt
 Neuseeland	Verhandlungen abgeschlossen
 Australien	Verhandlungen im Gang
 Indien	Verhandlungen wieder aufgenommen

Quellen: Europäische Kommission, Deutsche Bank

²⁰ CSIS, Unpacking EU-China Relations in 2022, Dezember 2022

²¹ DGAP, Wirtschaftliche Äquidistanz ist keine Option, Januar 2022

²² Siehe Spiegel: Die geheime Chinastrategie der Bundesregierung, 16. November; Süddeutsche Zeitung: Habeck-Beamte rechnen offenbar mit Annexion Taiwans bis 2027, 1. Dezember; Foreign Affairs: The Global Zeitenwende von Olaf Scholz, 5. Dezember 2022



der neuen Strategie sein. Offen bleiben jedoch die Fragen, inwieweit Deutschland bereit ist, einen kurzfristigen wirtschaftlichen Preis für einen langfristigen Zugewinn an nationaler Sicherheit zu zahlen, und ob die Regierung von den Unternehmen erwarten kann, dass diese sich dem anschließen und die Auswirkungen auf ihre Gewinn- und Verlustrechnung hinnehmen. Einige Experten²³ weisen darauf hin, dass die Kluft zwischen der aktuellen Rhetorik Deutschlands gegenüber China und seinen Handlungen wächst.

Gesetz für die Rohstoffsicherheit – was ist zu erwarten?

Ergänzend zu den Bemühungen auf EU-Ebene zur Ausarbeitung des Gesetzes über kritische Rohstoffe hat das deutsche Wirtschaftsministerium kürzlich ein Strategiepapier²⁴ in Umlauf gebracht, in dem es darum geht, wie die Versorgungsrisiken bei kritischen Rohstoffen gemindert werden können.

Wesentliche Elemente dieses Vorschlags sind:

- Anreize für die Lagerung von Rohstoffen, wobei die Einfuhrzölle erst bei der Entnahme aus dem Lager und nicht beim Grenzübertritt fällig werden,
- Erhöhung der Zahl der Herkunftsländer – Einrichtung eines öffentlichen Fonds zur Subventionierung der Rohstoffgewinnung in anderen Ländern (z.B. Brasilien),
- Verdoppelung des Einsatzes von recycelten Materialien (derzeit 12%) bis 2030,
- kein klarer Bezug zur inländischen Rohstoffgewinnung.

Nun wird das Umweltministerium zudem eine Kreislaufwirtschaftsstrategie vorlegen, die dann beide in den nächsten Monaten von der Regierung beschlossen werden könnten.

Die Quintessenz aller Strategien, die derzeit erarbeitet werden, ist, dass das Risikomanagement von der Unternehmensebene teilweise auf die nationale Ebene verlagert wird. Offen bleibt allerdings, ob dadurch die Wahrscheinlichkeit sinkt, dass der Staat große Unternehmen rettet, falls sich ihre China-Strategie als falsch erweist – oder ob Unternehmen eine Kompensation erwarten, wenn sie von wirtschaftlichen Vergeltungsmaßnahmen betroffen sind.

Was ist die erste Reaktion des Unternehmenssektors auf den Entwurf der China-Strategie?

In einem Kommentar vom 3. Dezember betonte der Außenpolitikexperte der Industrie- und Handelskammer, dass die in China tätigen Unternehmen ihre Strategien angesichts der lang andauernden Corona-bedingten Lockdowns bereits angepasst haben. Er betonte, die Unternehmen bräuchten keine staatlichen Vorgaben (inkl. mehr Bürokratie in Form von Offenlegungspflichten oder Stress-tests), wie sie ihre China-Risiken managen sollten. Er und wichtige Wirtschaftsverbände begrüßten jedoch auch die allgemeinen Leitlinien für die Außen-/Investitionspolitik, die durch eine Nationale Sicherheits-/China-/Rohstoffstrategie gegeben werden.²⁵

²³ GMF, Watching China in Europe, Dezember 2022

²⁴ Handelsblatt, Habeck will Deutschland unabhängiger von ausländischen Rohstoffen machen, 24. November 2022

²⁵ Handelsblatt, Wirtschaft begrüßt die China-Strategie der Ampel, 17. November 2022



4. Deutsche Unternehmen haben begonnen, ihre Strategien anzupassen

Wie oben beschrieben, haben die Unternehmen bereits begonnen, ihre Chinastrategien anzupassen (z.B. angesichts der lang andauernden Corona-bedingten Lockdowns). Im Allgemeinen lassen sich die Unternehmensstrategien als Risikominimierung bei gleichzeitiger Wahrung der wirtschaftlichen Interessen in China²⁶ zusammenfassen und sind eine Mischung aus Folgendem:

- Diversifizierung von Lieferanten und Produktionsstandorten (China plus X-Strategie),
- Bevorratung wichtiger Vorprodukte,
- Re-shoring/Friend-shoring, da die Unternehmen die Veränderung der globalen Handelsordnung antizipieren – ein höherer Grad an Automatisierung würde diesen Trend unterstützen,
- Produktion „local for local“, was zu zunehmendem intraregionalen Handel führt,
- Übergang zu einer dualen IT-Architektur.

Die Neuausrichtung der Unternehmen beschränkt sich bisher auf Diversifikation und Verringerung asymmetrischer Abhängigkeiten. Deutsche Unternehmen dürften die graduelle Diversifizierung von Lieferanten und Produktionsstandorten vorantreiben und Lieferkettenrisiken begrenzen, indem sie Importe aus China reduzieren, sofern die technologische Abhängigkeit dies zulässt – siehe die Abbildung einer [Umfrage des ifo Instituts](#). Gleichzeitig aber werden einige Unternehmen ihre Produktions- und F&E-Aktivitäten in einem strategischen Markt wie China weiter ausbauen. Sie werden die globale Nachfrage nach Investitionsgütern aus verschiedenen Gründen (niedrigere Lohnkosten und Energiepreise, Fachkräftemangel im Inland, Local-Content-Vorschriften in China, Vermeidung von Zöllen und nicht-tarifären Handelshemmnissen) nicht allein aus heimischen/EU/US-Produktionsstätten befriedigen können. Dennoch rät der Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) deutschen und europäischen Unternehmen, „ehrlich zu beantworten, welche Technologien und welches Know-how in China genutzt werden können, ohne bei deren Verlust die Existenz des Unternehmens zu gefährden“.²⁷

Generell sehen sich Unternehmen bezüglich ihrer China-Strategie mit einem klassischen Problem der zeitlichen Inkonsistenz konfrontiert. Angesichts des eher kurzfristigen Zeithorizonts, mit dem die Finanzmärkte Risiken bewerten, werden vor allem börsennotierte Unternehmen Schwierigkeiten haben, ihre Aktionäre davon zu überzeugen, auf kurzfristige Gewinne zu verzichten, um potenzielle künftige Risiken zu verringern. Dies könnte sich ändern, wenn es häufiger zum Einsatz wirtschaftlicher Druckmittel (Economic coercion) kommt. Ebenso werden sich KMUs in Familienbesitz nicht ohne Weiteres von einem bedeutenden Markt abwenden und dadurch die Skaleneffekte in Bezug auf ihr globales Geschäft verringern.

Was, wenn die Strategie der wirtschaftlichen Neutralität nicht mehr zu halten ist? Sollten die USA Druck auf die EU/Deutschland ausüben, sich ihrer eigenen stärker geoökonomisch orientierten Politik anzuschließen, könnte die derzeitige Strategie der wirtschaftlichen Neutralität für Deutschland und die EU auf Dauer nicht zu halten sein. Unternehmen, die sich in erheblichem Umfang in China engagiert haben, werden sich wahrscheinlich zunehmend mit einer asymmetrischen Situation konfrontiert sehen, zwischen Maßnahmen sowohl der Regierung des Heimatlandes als auch des ausländischen Produktionsstandorts. Die

²⁶ Merics, How to manage China's economic coercion, Mai 2022

²⁷ BDI, Chinas Wirtschaftspolitik als Herausforderung für die europäische Wirtschaft, Nov. 2022



Erfahrungen anderer Volkswirtschaften, z.B. Japan und Südkorea, legen nahe, dass Unternehmen, zwischen die US-Ausfuhrkontrollen (und Sanktionen) und Chinas Gegenmaßnahmen (wie Handels- und Tourismusbeschränkungen) geraten können und sogar mit Produktboykotten rechnen müssen.²⁸

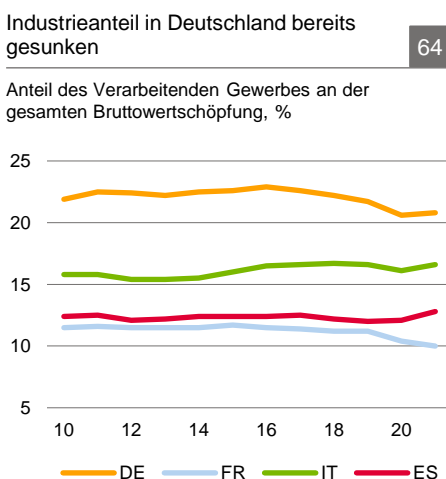
Marion Mühlberger* (+49 69 910-31815, marion.muehlberger@db.com)

*Herzlichen Dank an Ilyas Abukar für seine wertvollen Beiträge.

Hohe Energiepreise sind eine strukturelle Herausforderung für den Industriestandort Deutschland

- Die anhaltende Energiekrise stellt eine große strukturelle Herausforderung für den Industriestandort Deutschland dar. Energieintensive Branchen am Anfang der industriellen Wertschöpfungskette werden in den kommenden Jahren noch stärker unter Druck geraten. Während wir kurzfristig keine großflächigen Schließungen von energieintensiven Industrieanlagen in Deutschland erwarten, rechnen wir damit, dass Neuinvestitionen häufiger in Ländern mit niedrigeren Energiekosten getätigt werden.
- Am anderen Ende der industriellen Wertschöpfungskette findet in der Automobilindustrie ein massiver Strukturwandel statt. Der Trend zur batterieelektrischen Mobilität wird die Produktionsstrukturen in Deutschland durcheinanderwirbeln. Es ist sehr wahrscheinlich, dass die Direktimporte von Elektroautos aus China nach Europa in den nächsten Jahren zunehmen werden, da deutsche OEMs einige Elektroautos ausschließlich in China produzieren werden.
- Besser sind die Aussichten für den Maschinenbau und die Elektrotechnik in Deutschland. Beide Branchen liefern die Technologien, die für eine klimafreundlichere Zukunft benötigt werden. Der globale Trend zur Digitalisierung, Dekarbonisierung und Elektrifizierung begünstigt diese Branchen.

Die anhaltende Energiekrise bedeutet nicht nur ein großes Risiko für das Wirtschaftswachstum. Sie stellt auch eine große strukturelle Herausforderung für den Industriestandort Europa dar. Deutschland als industrielles Kraftzentrum in Europa ist davon besonders betroffen. Der Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamten Bruttowertschöpfung (2021: 20,8%) ist in Deutschland deutlich höher als in vielen anderen großen europäischen Volkswirtschaften (Großbritannien: 9,8%; Frankreich: 10%; Niederlande: 12,2%; Spanien: 12,8%; Italien: 16,6%). Tatsächlich sind Tschechien (23,2%), Slowenien (22,8%) und die Slowakei (22,2%) die einzigen EU-Länder mit einem höheren Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der Bruttowertschöpfung. Auf Deutschland entfallen 31,7% der gesamten Bruttowertschöpfung des Verarbeitenden Gewerbes in der EU.



²⁸ Juliana Lee in DB World Outlook 2023: Die drohende Rezession, November 2022

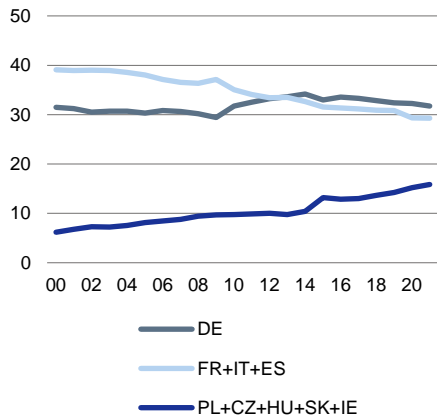


Neue globale Realitäten

Verschiebung von West nach Ost -
Deutschland bislang recht stabil

65

Anteil an der Bruttowertschöpfung im
Verarbeitenden Gewerbe in der EU, %

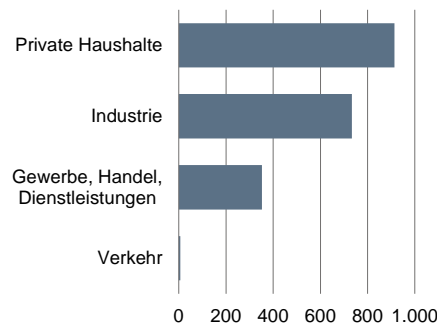


Quelle: Eurostat

Haushalte und Industrie sind die
größten Verbraucher von Erdgas

66

Inlandsabgabe von Erdgas an Endabnehmer,
Endenergieverbrauch, 2020, Petajoule

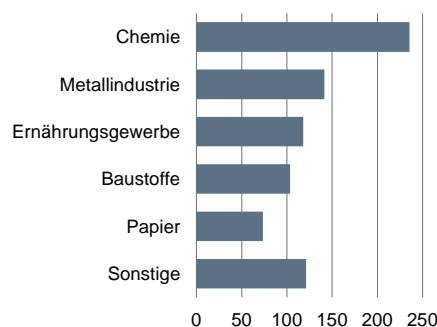


Quelle: BMWi

Chemie ist größter industrieller
Gasverbraucher

67

Gasverbrauch nach Industriesektoren in
Deutschland, 2020, Petajoule



Quelle: BDEW

Erhebliche strukturelle Herausforderungen für den Industriestandort

Die aktuelle Gaskrise und die Erwartung, dass die Gaspreise (und andere Energiepreise) auch mittelfristig hoch bleiben werden, stellt ein erhebliches Risiko für den Industriestandort Deutschland und das deutsche exportorientierte Geschäftsmodell dar. Deutschland zeichnet sich durch eine vertikal integrierte industrielle Wertschöpfungskette aus. Sie beginnt bei der Produktion von Metallen, chemischen Grundstoffen, Kunststoffen und anderen Vorprodukten und endet bei maßgeschneiderten, hochwertigen Investitionsgütern wie Maschinen, elektrotechnischen Anlagen oder Fahrzeugen für globale Kunden. Diese vertikale Integration hat sich als Vorteil im globalen Wettbewerb erwiesen und dazu beigetragen, Kostennachteile des Standorts (Löhne, Steuern, Energie) auszugleichen. Sie basiert auf einer langjährigen Zusammenarbeit zwischen Unternehmen und ihren jeweiligen Zulieferern sowie spezialisierten Forschungseinrichtungen.

Energieintensive Sektoren geraten unter Druck

Am Anfang dieser Wertschöpfungskette stehen die energieintensiven Branchen, die in den kommenden Jahren verstärkt unter Druck geraten werden. Dazu gehören die chemische Industrie, die Metallherzeugung, die Baustoffindustrie und die Papierindustrie. Sie haben in den letzten Jahrzehnten von relativ günstigen und zuverlässigen Pipeline-Gasimporten (nicht nur, aber auch) aus Russland profitiert. In Zukunft wird ein Teil dieses Gases durch Flüssigerdgasimporte (LNG) ersetzt. Es ist zu erwarten, dass die weltweite Nachfrage nach LNG in den kommenden Jahren schneller wachsen wird als das LNG-Angebot. Infolgedessen wird LNG wahrscheinlich teurer bleiben als Pipelinegas. Dies ist insbesondere für Branchen mit hohem Gasverbrauch eine Belastung. Auf die vier oben genannten energieintensiven Sektoren sowie die Lebensmittelindustrie entfallen 85% des industriellen Gasverbrauchs in Deutschland. Ihr Anteil an der Bruttowertschöpfung des Verarbeitenden Gewerbes beträgt jedoch nur etwa 23%. Ein schneller und umfassender Umstieg von Gas auf andere Energieträger ist in vielen Branchen aufgrund technologischer Hürden nicht möglich oder sehr teuer, sodass die Unternehmen in Zukunft mit höheren Gaspreisen rechnen müssen. Die internationale Wettbewerbsfähigkeit dieser Sektoren dürfte darunter leiden.

Gas soll die Brückentechnologie im Strommarkt sein

Auch im Stromsektor soll Erdgas die Zeit überbrücken, bis die erneuerbaren Energien den Löwenanteil der Stromversorgung in Deutschland übernehmen können. Darüber hinaus sollen Gaskraftwerke den Ausstieg aus der Kernenergie und den angestrebten Ausstieg aus der Kohle im Stromsektor bis (idealerweise) 2030 ermöglichen. Dies wird keine leichte Aufgabe sein, da der Elektrifizierungsgrad von Wirtschaft und Gesellschaft steigen soll. Damit wird der jährliche absolute Strombedarf in Deutschland steigen. Außerdem wird die Spitzenlast in den Wintermonaten zunehmen, wenn mehr Haushalte mit elektrischen Wärmepumpen ausgestattet sind, mehr industrielle Prozesse elektrifiziert werden und mehr Elektroautos auf den Straßen unterwegs sind.

Die Ampelkoalition erkennt an, dass neue Gaskraftwerke, die auch mit Wasserstoff betrieben werden können, notwendig sind, um die Herausforderungen zu meistern, die mit der Volatilität der erneuerbaren Energien und der Saisonalität der Nachfrage verbunden sind. Deutschland braucht diese Reservekapazitäten, um die Stromversorgung in Zeiten sicherzustellen, in denen die Nachfrage auch

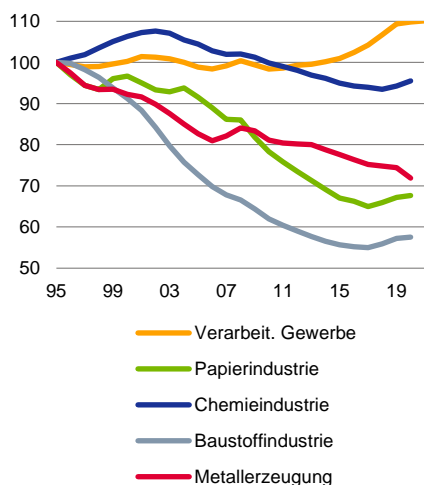


mittelfristig nicht allein durch erneuerbare Energien gedeckt werden kann. Höhere Gaspreise werden diese Umstellung im Stromsektor verteuern.

Investment Leakage: Sinkender Kapitalstock in energieintensiven Industrien

Nettoanlagevermögen in energieintens. Branchen* gesunken 68

Reales Nettoanlagevermögen in Deutschland, 1995=100



* Daten für Sektoren reichen bis zum Jahr 2020. Lediglich für das Verarbeitende Gewerbe insgesamt liegen bereits Daten für 2021 vor.

Quelle: Statistisches Bundesamt

In den energieintensiven Industrien ist der reale Kapitalstock in Deutschland (gemessen am realen Nettoanlagevermögen) bereits in den letzten Jahren recht kontinuierlich gesunken. In der chemischen Industrie lag er im Jahr 2020 um etwa 10% unter dem Niveau von 2000. In der Metallerzeugung beträgt der Rückgang etwa 22%, in der Papierindustrie 30% und in der Baustoffindustrie sogar 37% (jeweils 2020 gegenüber 2000). Der Trend eines sinkenden realen Kapitalstocks in den energieintensiven Industrien Deutschlands könnte sich in den kommenden Jahren beschleunigen. Wir erwarten zwar nicht, dass große energieintensive Industrieanlagen in Deutschland kurzfristig in größerem Umfang geschlossen werden, halten es aber für wahrscheinlich, dass Neuinvestitionen häufiger in Ländern mit niedrigeren Energiekosten getätigt werden. Diesen Trend könnte man als „Investment Leakage“ bezeichnen. Wenn einzelne Teile der industriellen Wertschöpfungskette geschwächt werden, reduziert dies auch die Wettbewerbsfähigkeit des gesamten Industriestandortes und der nachgelagerten Kunden.

Höhere Gaspreise sind eine Belastung für die grüne Transformation

Strukturell höhere Gaspreise sind auch ein Problem für das Ziel vieler Branchen, klimaneutral zu werden. So strebt beispielsweise die Stahlindustrie einen Übergang von Kohle als Reduktionsmittel zu grünem Wasserstoff an. Für diese grüne Transformation sind massive Investitionen erforderlich. Da die Versorgung mit grünem Wasserstoff vorerst knapp und teuer bleiben wird, sollte Gas eine Brückentechnologie auf dem Weg zu grünem Wasserstoff sein. Aufgrund der zu erwartenden höheren Gaspreise wird die Umstellung in der Stahlindustrie teurer werden als ursprünglich geplant. Es bleibt abzuwarten, inwieweit diese Transformation dann tatsächlich in Deutschland stattfindet.

Inländische Standorte der deutschen Automobilindustrie vor rückläufiger Wertschöpfung

Am anderen Ende der industriellen Wertschöpfungskette hat in der Automobilindustrie ein massiver Strukturwandel begonnen. Aufgrund der strengen CO₂-Grenzwerte der EU für neue Pkw setzen fast alle Automobilhersteller für den europäischen Markt auf Elektroautos. Dieser Trend zur batterieelektrischen Mobilität wird die Produktionsstrukturen in Deutschland und Europa durcheinanderwirbeln. Auf der einen Seite haben viele Unternehmen angekündigt, Fabriken zur Batterieproduktion in Deutschland anzusiedeln. Zudem stellen viele Automobilhersteller ihre Produktionsanlagen auf die Herstellung von Elektroautos um. Auf der anderen Seite stehen dieser Entwicklung Wertschöpfungsverluste bei denjenigen Automobilzulieferern gegenüber, die vor allem Teile und Komponenten für Autos mit Verbrennungsmotoren herstellen. Dies wird sich auch negativ auf die Zulieferer in Osteuropa auswirken, da Tschechien, Polen, Ungarn und die Slowakei wichtige Beschaffungsmärkte für Vorprodukte der Automobilindustrie sind. Es ist auch wahrscheinlich, dass die Direktimporte von Elektroautos aus China nach Europa in den nächsten Jahren zunehmen werden, da deutsche OEMs einige Elektroautos ausschließlich in China produzieren werden (Zugang zu Batterien und Rohstoffen für die Batterieproduktion).



Maschinenbau und Elektrotechnik mit besseren Aussichten

Es ist schwer zu argumentieren, dass es Industriezweige gibt, die von der neuen Energiewelt profitieren, da die Energiepreise für fast alle Unternehmen ein wichtiger Kostenfaktor sind, der vor der aktuellen Energiekrise durchschnittlich 2% des Gesamtumsatzes in der Industrie ausmachte. Verglichen mit der Automobilindustrie sind die Aussichten für den Maschinenbau und die Elektrotechnik in Deutschland unserer Meinung nach jedoch besser. Beide Branchen (Anteil an der Bruttowertschöpfung des Verarbeitenden Gewerbes zusammen: 28%) liefern die Technologien für eine klimafreundlichere Zukunft. Der globale Trend zur Digitalisierung, Dekarbonisierung und Elektrifizierung begünstigt diese Branchen. Der Maschinenbau wird sein Portfolio um Softwarelösungen und digitale Dienstleistungen erweitern. Ein weiterer Vorteil für den Standort Deutschland ist, dass die Branchen durch viele mittelständische Unternehmen mit hoher inländischer Wertschöpfungstiefe und regionaler Verwurzelung geprägt sind. Durch den Fokus auf Spezialmaschinen ist der Maschinenbau besser in der Lage, Kostennachteile oder eine Aufwertung des Euro auszugleichen als Branchen, die eher standardisierte Produkte herstellen. Das Know-how der Branche dürfte auch in Zukunft den Wettbewerbsdruck auf die Preise abmildern, obwohl die Anbieter in China technologisch aufholen.

Die Halbleiterknappheit der jüngeren Vergangenheit hat auch dazu geführt, dass in Deutschland – trotz hoher Stromkosten – neue Fabriken für die Chip-Produktion gebaut werden sollen. Damit soll die Abhängigkeit von wenigen Lieferanten aus Asien verringert werden. Dieses Argument spielt auch bei der Batteriezellenproduktion eine Rolle. Zwar werden solche Investitionen durch staatliche Subventionen gefördert. Dennoch sind diese Investitionsentscheidungen zugunsten Deutschlands eine positive Nachricht.

Neben dem Maschinenbau und der Elektrotechnik hat auch die Pharmaindustrie (4% Anteil an der industriellen Bruttowertschöpfung) gute Chancen in Deutschland. Die COVID-Pandemie hat den politischen Willen gestärkt, weniger abhängig von Pharmaimporten zu werden. Eine Stärkung der kontinentalen Wertschöpfungsketten könnte die Folge sein. Jüngste Erfolge in der Impfstoffentwicklung und -produktion in Deutschland verdeutlichen das Potenzial der Branche.

Heterogenes Bild, aber rückläufiger Industrieanteil sehr wahrscheinlich

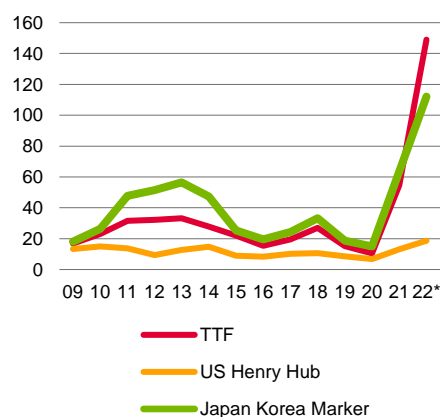
Alles in allem ergibt sich ein differenziertes Bild. Eine umfassende Deindustrialisierung in Deutschland über alle Branchen hinweg ist aus heutiger Sicht unwahrscheinlich. Dagegen spricht die Anpassungsfähigkeit der deutschen Industrie, die sie in den letzten Jahrzehnten bewiesen hat und die oft unterschätzt wurde. Die Innovationskraft der deutschen Industrie und die weitere Internationalisierung werden ihr auch in Zukunft helfen, sich im globalen Wettbewerb zu behaupten.

Richtig ist aber auch, dass sich die Aussichten für einige Industriezweige aufgrund der akuten Energiekrise und mittelfristig höherer Gaspreise deutlich eingetrübt haben. Hohe Energiepreise werden auch für die nicht energieintensiven Branchen eine Herausforderung darstellen. Um die deutschen Klimaziele zu erreichen, muss der Energieverbrauch, ein wichtiger Inputfaktor, in den kommenden Jahren deutlich gesenkt werden. Die Preise für fossile Brennstoffe werden in Europa nicht zuletzt wegen der Bepreisung von CO₂ steigen, während andere Länder (USA) in nächster Zeit wahrscheinlich keine CO₂-Preise einführen werden. Instrumente wie der geplante Carbon Border Adjustment Mechanism

LNG ist historisch gesehen teurer als Pipelinegas

69

USD pro MWh



* Aktueller Preis

Quellen: BP, Bloomberg Finance LP, NYMEX



(CBAM) werden nicht alle Kostennachteile ausgleichen und können zu Gegenmaßnahmen führen. Schließlich gilt für alle Sektoren, dass umfangreiche Investitionen getätigt werden müssen, um die Produktionsprozesse klimafreundlicher zu gestalten. In diesem Zusammenhang können Kosten durch die Stilllegung von Anlagen vor dem eigentlichen Ende ihrer Nutzungsdauer entstehen. Wenn in solchen Sektoren ohnehin umfangreiche Investitionen anstehen, werden sich international tätige Unternehmen häufiger gegen Deutschland entscheiden und dort investieren, wo z.B. große Mengen an erneuerbaren Energien oder grünem Wasserstoff kostengünstiger produziert werden können als in Deutschland oder wo die Preise für fossile Energien voraussichtlich dauerhaft niedriger sind als in Deutschland und Europa (z.B. in den USA). Die Gaspreise in den USA betragen derzeit weniger als ein Fünftel des europäischen Niveaus. Auch die Energiepreise in China werden voraussichtlich unter dem europäischen Niveau bleiben.

Andere Standortfaktoren haben sich verschlechtert

Energie ist nicht das einzige Thema für das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland. Auch bei klassischen Standortfaktoren wie der Steuerbelastung von Unternehmen, dem Lohnniveau oder der Flexibilität der Arbeitszeiten hat sich die Position Deutschlands im internationalen Vergleich in den letzten Jahren tendenziell verschlechtert. Auch was die Leistungsfähigkeit der digitalen Infrastruktur angeht, sind viele Länder Deutschland voraus. Hinzu kommen die anhaltenden Handelskonflikte, die einer offenen Wirtschaft schaden und die Investitionsbereitschaft hemmen.

US-Industriepolitik begünstigt Investitionen in den USA

Die jüngste US-Politik (Inflation Reduction Act) bietet gezielte Anreize für Investitionen in den USA. Sie kann EU-Hersteller dazu zwingen, Teile ihrer Lieferketten nach Nordamerika zu verlagern, wenn sie von lokalen Steuererleichterungen oder anderen Subventionen profitieren wollen, die darauf abzielen, die Produktion klimafreundlicher Technologien zu steigern. Dazu gehören Elektrofahrzeuge, Batteriespeichersysteme, Technologien für erneuerbare Energien oder elektrische Wärmepumpen. Die Steuererleichterungen sind an Regeln für einen lokalen Fertigungsanteil gebunden („Made in America“).

Rückläufiger Anteil des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland

Insgesamt erwarten wir, dass der Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamten Bruttowertschöpfung in Deutschland in den kommenden Jahren weiter sinken wird. Im Jahr 2016 lag der Anteil noch bei 22,9%. Im Jahr 2022 wird er voraussichtlich bei knapp über 20% liegen. In Zukunft wird es wichtiger werden, zwischen deutschen Industrieunternehmen einerseits und dem Industriestandort Deutschland andererseits zu unterscheiden. Dabei sind wir für den Industriestandort Deutschland pessimistischer als für die großen deutschen Industrieunternehmen, die ihre Aktivitäten besser internationalisieren und Produktionsstandorte entsprechend ihrer individuellen Kosten- und Kundenstruktur wählen können.

Eric Heymann (+49 69 910-31730, eric.heyman@db.com)



Boom bei Unternehmenskrediten nicht nur wegen Energiefirmen – 2023 Normalisierung?

- Eine einzigartige Kombination von Faktoren treibt die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige in die Höhe wie nie zuvor seit der Wiedervereinigung: stark steigende Inflation, steigende Zinsen, Rezession und die Energiekrise. Notkredite an Energieunternehmen spielen eine große Rolle, werden aber weiterhin von der Kreditvergabe an andere Sektoren übertroffen.
- Kurz- und mittelfristige Kredite boomen, während das Einlagenwachstum deutlich hinterherhinkt.
- 2023 dürfte sowohl das Kredit- als auch das Einlagenwachstum deutlich zurückgehen, da Unsicherheit und Inflation abnehmen und die Liquiditätspuffer zu schrumpfen beginnen.

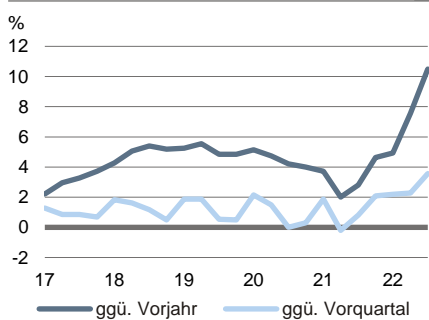
Die Kreditvergabe an deutsche Unternehmen hat in den letzten Monaten einen fast beispiellosen Aufschwung erlebt. Dies ist auf vier Faktoren zurückzuführen, die in ziemlich außergewöhnlicher Weise zusammenfallen: i) die Auswirkungen der Inflation, die die Inputpreise für viele Unternehmen in die Höhe treibt, von Rohstoffen und Energie bis hin zu Vorprodukten und Löhnen, und somit mehr Mittel zur Finanzierung des laufenden Betriebs (Working Capital) erfordert, ii) die Auswirkungen steigender Zinsen, die einige Unternehmen dazu veranlasst haben, ihre Finanzierungspläne vorzuziehen, um sich noch niedrige Zinsen zu sichern, iii) die Auswirkungen der sich abzeichnenden Rezession, des Krieges in der Ukraine und der geopolitischen Spannungen zwischen den USA und China, die für große Unsicherheit sorgen und zu einer erhöhten Liquiditätshaltung führen, iv) die besonderen Auswirkungen der Energiekrise in Deutschland und der Maßnahmen zu ihrer Bekämpfung, wie z.B. der Kauf von verflüssigtem Erdgas (LNG) auf den Weltmärkten und der Bau von Terminals, um es an Land zu bringen, was sich in einem massiven Anstieg der Kreditvergabe durch öffentliche Förderbanken an Energieunternehmen niederschlägt, einschließlich an solche, die im Energietransport und -handel tätig sind.

Alle Faktoren zusammen haben zum ersten zweistelligen Anstieg (+10,5% ggü. Vj.) des Kreditvolumens an nichtfinanzielle Unternehmen und Selbstständige seit 30 Jahren geführt, seit dem Wiedervereinigungsboom. Der beispiellose Sprung um zuletzt 3,6% (EUR +56 Mrd.) ggü. Vorquartal folgte auf mehrere Quartale mit bereits hohem Kreditwachstum. Ein großer Teil davon war auf die oben erwähnten Notkredite an Energieunternehmen zurückzuführen, der größere Teil jedoch waren nach wie vor „normale“ Kredite an andere Firmen, die den bei Weitem höchsten Betrag in einem Q3 seit der Einführung des Euro erreichten. Selbst wenn man die Energiekredite ausklammert, stieg das Wachstum der Unternehmenskredite im Jahresvergleich auf 8,7% und damit auf den höchsten Stand seit mehr als 20 Jahren. Die dramatischste Veränderung gab es einmal mehr bei den kurzfristigen Krediten mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr (+37% ggü. Vj.). Aber auch die mittelfristigen Kredite (mit einer Laufzeit von bis zu 5 Jahren) boomten (+17%). Beide Werte sind ein Allzeithoch, für kurze Laufzeiten sogar mit Abstand. Die Wachstumsrate bei den langfristigen Krediten stieg dagegen nur leicht auf 5,8% und liegt damit immer noch knapp unter den früheren Rekorden, die während der Coronavirus-Pandemie erreicht wurden.

Was ist für nächstes Jahr zu erwarten? Sicherlich wird sich die Kreditdynamik in gewissem Maße abkühlen, da eine Reihe von Faktoren, die in diesem Jahr eine wichtige Rolle gespielt haben, in den Hintergrund treten. 2022 war einzigartig und wird sich nicht wiederholen. Da sowohl die Rezession als auch der Zinserhöhungszyklus der EZB im Frühjahr oder Sommer vorbei sein dürften, sollte die

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

70

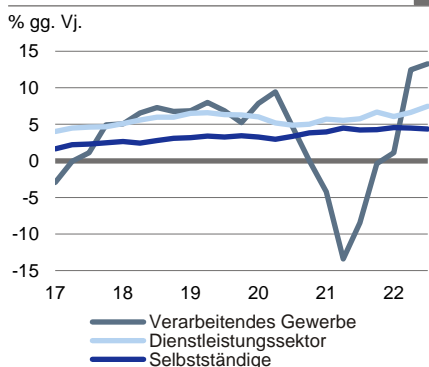


* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

... nach Branche

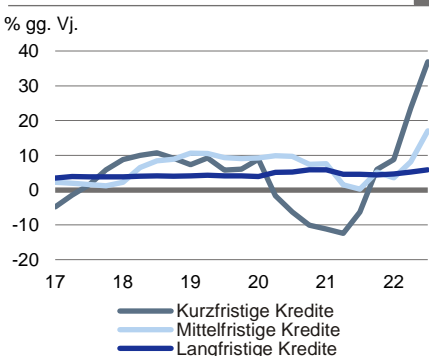
71



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

... nach Fristigkeit*

72



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research



Neue globale Realitäten

Unsicherheit zurückgehen und es den Unternehmen ermöglichen, ihre enormen Liquiditätspuffer zu reduzieren. Auch die Inflation dürfte bis dahin ihren Höhepunkt hinter sich gelassen haben, und den Unternehmen dürfte es gelungen sein, einen beträchtlichen Teil ihrer höheren Kosten an die Kunden weiterzugeben, was den Margendruck verringern sollte. Schließlich werden die etwas strengeren Kreditvergabestandards und die höheren Zinsmargen der Banken das Kreditangebot dämpfen, ähnlich wie die insgesamt höheren Zinssätze die Kreditnachfrage bremsen werden. Daher könnte das Kreditwachstum im Jahr 2023 erheblich zurückgehen, doch gibt es weiterhin keine Anzeichen für eine Kreditklemme.

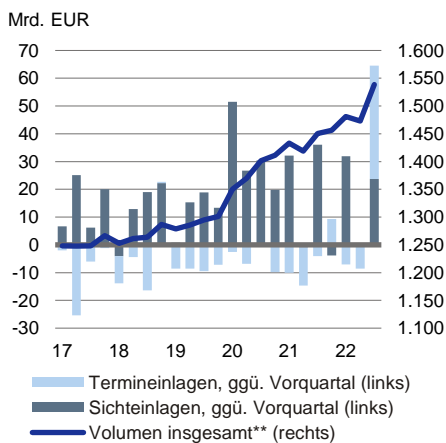
Darüber hinaus könnten die Kapitalmärkte wieder einen größeren Anteil an der Unternehmensfinanzierung übernehmen. Wie in jedem Jahr seit 2019 hat der Anleihemarkt auch in diesem Jahr robuste Ergebnisse erzielt. Angesichts der deutlich höheren Marktvolatilität, der rasch steigenden Renditen und des Wegfalls des „Käufers der letzten Instanz“, der EZB, im Juli konnte der Markt jedoch den massiv gestiegenen Finanzierungsbedarf der Unternehmen zumindest kurzfristig nicht decken (Nettoemissionen von EUR 16 Mrd. in den ersten neun Monaten gegenüber netto EUR 125 Mrd. an Neukrediten). 2023 könnte dies anders sein, da sich sowohl die Kreditvergabe der Banken als auch der Markt für Unternehmensanleihen auf eine neue Normalität einstellen.

Die Entwicklung der Unternehmenseinlagen verdeutlicht die Schwierigkeiten, mit denen deutsche Unternehmen und Selbstständige derzeit konfrontiert sind. Das Einlagenwachstum hat sich auf 6% ggü. Vorjahr eindrucksvoll beschleunigt, bleibt aber hinter dem Kreditwachstum zurück, da viele Unternehmen den Kostendruck spüren. Bemerkenswerterweise haben die Termineinlagen ihr größtes Comeback mindestens seit der Finanzkrise erlebt: Sie stiegen in einem einzigen Quartal um EUR 41 Mrd. und übertrafen damit die Sichteinlagen (EUR +24 Mrd.). Der Grund dafür ist einfach: Während die Zinssätze für Termineinlagen im Juni noch tief im negativen Bereich lagen, stiegen sie innerhalb von drei Monaten um fast 1 %-Punkt an und lagen am Ende des Quartals bei 0,7%. Im Gegensatz dazu stiegen die Zinsen für Sichteinlagen nur um ein paar Bp. Der Substitutionseffekt, der de facto mehr als ein Jahrzehnt anhielt, ist also wahrscheinlich zu Ende – das Wachstum der Sichteinlagen wird nicht mehr durch Abflüsse von Termineinlagen angeheizt, da Letztere nun aufgrund höherer Zinsen wieder attraktiver werden könnten. Für 2023 stellt sich die Frage, ob es tatsächlich zu Abflüssen aus Sichteinlagen kommen wird. Unterm Strich scheint, ähnlich wie beim Wachstum der Unternehmenskredite, eine Verlangsamung des Einlagenwachstums wahrscheinlich.

Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)

Sicht- und Termineinlagen von inländischen Unternehmen & Selbstständigen*

73

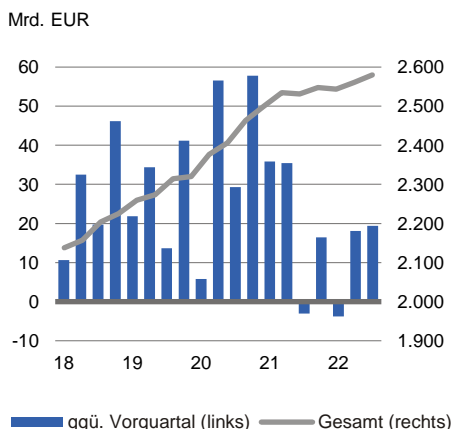


* einschließlich sonstiger Finanzinstitute
 ** Enthält Anstieg um EUR 1,1 Mrd. in Q3 20 aufgrund statistischer Umklassifizierungen.

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Bankeinlagen: Wachstum bleibt gering

74



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Private Haushalte sparen und verschulden sich weniger

- Die Ersparnisbildung der privaten Haushalte liegt unter dem Niveau der Pandemiejahre und führt zu einem geringen Einlagenwachstum. Im langfristigen Vergleich bleibt sie aber hoch und sorgt für robuste Zuflüsse in andere Finanzanlagen.
- Die Zeichen stehen auf ein Ende des Baukreditbooms, die Neukredite nehmen ab. Die Kreditvergabe dürfte aufgrund einer geringeren Erschwinglichkeit von Immobilien dauerhaft unter die Rekordwerte der letzten Jahre fallen.

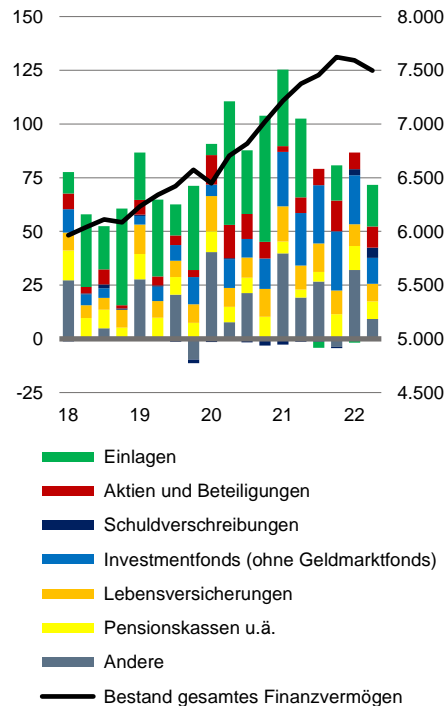


Neue globale Realitäten

Derzeit hohe Investitionen am Kapitalmarkt – Einlagen weniger attraktiv

75

Mrd. EUR; Bildung von neuem Finanzvermögen (netto) (links), Bestand (rechts)



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

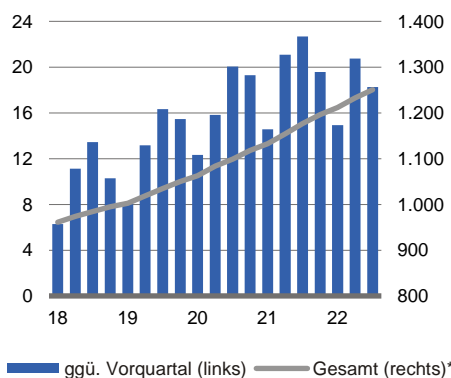
Im laufenden Jahr haben die Privathaushalte ihre Bankeinlagen bis Ende September um lediglich EUR 33,7 Mrd. erhöht, was etwa um die Hälfte unter dem Zuwachs der Vorjahre liegt. Die jährliche Wachstumsrate brach auf magere 1,9% ein. Die Inflation zog auf 10% an, was besonders für einkommensschwächere Haushalte die Möglichkeiten zum Sparen einschränkte. Diese halten ihre Rücklagen zumeist als Einlagen. Zudem drückt die Inflation die reale Verzinsung der Einlagen tief in den roten Bereich. Andere Finanzanlagen verzeichneten hingegen im ersten Halbjahr ähnlich hohe Zuflüsse (EUR 139 Mrd.) wie in den zwei Rekordjahren zuvor.

In diesem und dem kommenden Jahr dürfte die *Ersparnisbildung* unter dem Niveau der Pandemiejahre liegen, aber mit einem Einbruch ist nicht zu rechnen, sofern sich die Beschäftigungssituation und die Inflation nicht deutlich verschärfen. Einerseits bleibt ein geringes Wachstum der *Einlagen* wahrscheinlich. Viele Haushalte könnten im Rahmen ihrer Möglichkeiten liquide Rücklagen bilden, um in unsicheren Zeiten für unvorhersehbare Ausgaben gewappnet zu sein. Umfragen legen nahe, dass die Haushalte ihren Konsum stärker einschränken könnten als ihr Sparen.²⁹ Auch die steigenden Nominalzinsen machen Einlagen etwas attraktiver. Schon in Q3 2022 stabilisierten sich die Zuwächse (EUR 19,4 Mrd.), wenn auch auf niedrigem Niveau. Andererseits dürften die Zuflüsse zu *anderen Finanzanlagen* weiterhin hoch bleiben, da es hauptsächlich einkommensstärkere Haushalte sind, die in kapitalmarktnahe Anlagen investieren, und für diese fallen höhere Lebenshaltungskosten weniger ins Gewicht. Außerdem sind solche Anlagen aufgrund der günstigeren Bewertungen aktuell attraktiver als etwa vor einem Jahr und die Realzinsen bleiben sehr wahrscheinlich negativ. Nichtsdestoweniger könnte die Inflation das Finanzvermögen real stärker entwerten, als die Haushalte nominal neue Rücklagen bilden. Ausgehend von den EUR 7,5 Bill. Finanzvermögen der Haushalte im Juni dürfte der Kaufkraftverlust im gesamten Jahr 2022 bis zu EUR 600 Mrd. betragen.

Immobilienkredite am Wendepunkt

76

Mrd. EUR



*enthält erhebliche Umklassifizierung in Q3 18.

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Das Volumen neu vergebener *Baukredite* reichte mit netto EUR 53,9 Mrd. in den ersten neun Monaten fast an das Rekordwachstum des Vorjahres heran, war aber der erste Rückgang seit 2007. Die Wachstumsrate ggü. Vj. fiel von über 7% auf 6,4%. Das Ende des Kreditbooms dürfte erreicht sein, auch wenn die Haushalte verzögert auf die Zinssteigerungen reagieren: Die durchschnittlichen Zinssätze für neue Wohnungsdarlehen haben sich von Jahresanfang bis September auf 3,1% mehr als verdoppelt. Die Nachfrage und die Neukreditvergabe ließen in den Sommermonaten deutlich nach. Außerdem sind die Banken seit dem zweiten Quartal bei der Kreditvergabe restriktiver geworden. Strengere Kreditrichtlinien führten zu mehr abgelehnten Kreditanträgen; in Neuverträgen wurden häufig höhere Margen durchgesetzt und die Anforderungen bei Beleihungsquoten und Sicherheiten verschärft.³⁰ An diesem Trend wird sich voraussichtlich so schnell nichts ändern.

Die Vergabe von Immobilienkrediten an private Haushalte dürfte aufgrund einer geringeren Erschwinglichkeit³¹ dauerhaft unter die Rekordwerte der letzten Jahre fallen. Die Zinsen werden wahrscheinlich weiter anziehen und somit die Gesamtkosten für den Immobilienkauf erhöhen. Steigende Preise wurden lange von sinkenden Zinssätzen bei einer insgesamt guten Einkommenssituation abgefedert. Auch wenn die Immobilienpreise in den letzten Monaten leicht gesunken sind und dies vorerst anhalten dürfte, ist mittelfristig von einer Seitwärtsbewegung auszugehen. Trotzdem dürften die Neuausreichungen von Immobilienkrediten auch 2023 über den Tilgungen liegen und der Bestand weiter wachsen, allerdings erheblich geringer als bisher.

²⁹ EZB (2022). Business and consumer survey results. Statistical annex. 28. Oktober.

³⁰ Deutsche Bundesbank (2022), Bank Lending Survey des Eurosystems, Ergebnisse für Deutschland, 25. Oktober.

³¹ Möbert, Jochen, und Marc Schattenberg (2022), Deutschland-Monitor Baufinanzierung Q4/2022, Deutsche Bank Research, 13. Oktober.



Neue globale Realitäten

Ratenkredite nahmen in diesem Jahr bisher leicht zu, um EUR 2,4 Mrd. Das Geschäft wurde durch einen kräftigen Anstieg des durchschnittlichen Zinssatzes um 1 %-Punkt auf 6,3% gebremst. Angesichts höherer Zinsen und eines wahrscheinlich sinkenden privaten Konsums dürfte die Nachfrage der Haushalte nach Ratenkrediten 2023 kaum zulegen. Zugleich schränken verschärfte Richtlinien und Konditionen der Banken das Kreditangebot ein.

Heike Mai (+49 69 910-31444, heike.mai@db.com)



Neue globale Realitäten

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
03.01.2023	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj.)	Januar	10,2	10,0
03.01.2023	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Januar	5,6	5,6
05.01.2023	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	November	0,5	0,8
05.01.2023	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	November	1,0	-2,2
05.01.2023	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	November	6,2	6,8
06.01.2023	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	November	-1,0	-2,7
06.01.2023	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	November	0,5	0,8
09.01.2023	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	November	0,3	-0,5
24.01.2023	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Januar	48,5	47,4
24.01.2023	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Januar	50,0	49,0
31.01.2023	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Schnellmeldung	Q4 2022	-0,7	0,4
24.02.2023	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Tiefer gegliederte Ergebnisse	Q4 2022	-0,7	0,4

*Ist. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich
Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt, Bundesagentur für Arbeit, ifo, Markit

Marc Schattenberg, Sebastian Becker & Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)



Neue globale Realitäten

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	4,375	-0,10	1,50	3,50					6,75	16,32	7,00
Dez 22	4,375	-0,10	2,00	3,50					6,75	16,50	7,00
Mrz 23	4,875	-0,10	3,00	4,25					6,75	15,00	7,00
Jun 23	5,125	-0,10	3,25	4,50					6,75	13,50	6,50

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	4,73	-0,01									
Dez 22	4,10	-0,03									
Mrz 23	4,30	-0,03									
Jun 23	4,25	-0,03									

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	3,59	0,41	2,20								
Dez 22	4,20	0,24	2,40								
Mrz 23	4,00	0,22	2,50								
Jun 23	3,95	0,22	2,60								

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,06	132,41	0,87	1,21	0,99	11,02		10,51	4,69	402,72	24,23
Dez 22	1,05	138,00	0,88	1,19	0,95	11,00		10,50	4,75	410,00	24,50
Mrz 23	1,05	134,00	0,90	1,17	0,95	11,25		10,63			
Jun 23	1,05	130,00	0,92	1,14	0,95	11,50		10,75	4,90	415,00	25,00

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



Neue globale Realitäten

2023 Jahreskalender

13. Januar	Bruttoinlandsprodukt 2022 inkl. Pressekonferenz des Statistischen Bundesamtes
24. Januar	Tarifverhandlungsrunden 2023 im öffentlichen Dienst (auf Bundes- und Kommunalebene): In der Regel zwei bis drei Verhandlungsrunden in den folgenden zwei Monaten
31. Januar	Bruttoinlandsprodukt Q4 2022, Schnellmeldung
2. Februar	Geldpolitische Sitzung des EZB-Rates
9./10. Februar	Sondersitzung des Europäischen Rates
24. Februar	Bruttoinlandsprodukt Q4 2022, tiefer gegliederte Ergebnisse
16. März	Geldpolitische Sitzung des EZB-Rates
23./24. März	Tagung des Europäischen Rates
30. April	Bruttoinlandsprodukt Q1 2023, Schnellmeldung
Mai	Tarifverhandlungsrunden 2023 im Einzelhandel, Groß- und Außenhandel: In der Regel zwei bis drei Verhandlungsrunden in den folgenden zwei Monaten
4. Mai	Geldpolitische Sitzung des EZB-Rates
25. Mai	Bruttoinlandsprodukt Q1 2023, tiefer gegliederte Ergebnisse
15. Juni	Geldpolitische Sitzung des EZB-Rates
26./28. Juni	EZB-Konferenz in Sintra
29./30. Juni	Tagung des Europäischen Rates
27. Juli	Geldpolitische Sitzung des EZB-Rates
31. Juli	Bruttoinlandsprodukt Q2 2023, Schnellmeldung
25. August	Bruttoinlandsprodukt Q2 2023, tiefer gegliederte Ergebnisse
14. September	Geldpolitische Sitzung des EZB-Rates
Herbst, Datum noch nicht festgelegt	Landtagswahlen in Hessen
Oktober	Tarifverhandlungsrunden 2023 im öffentlichen Dienst (Bundesländer ohne Hessen): In der Regel zwei bis drei Verhandlungsrunden in den folgenden zwei Monaten
8. Oktober	Landtagswahlen in Bayern
26. Oktober	Geldpolitische Sitzung des EZB-Rates
26./27. Oktober	Tagung des Europäischen Rates
31. Oktober	Bruttoinlandsprodukt Q3 2023, Schnellmeldung
24. November	Bruttoinlandsprodukt Q3 2023, tiefer gegliederte Ergebnisse
14. Dezember	Geldpolitische Sitzung des EZB-Rates
14./15. Dezember	Tagung des Europäischen Rates
Anf./Mitte Januar 2024	Bruttoinlandsprodukt 2023 inkl. Pressekonferenz des Statistischen Bundesamtes

Quelle: Deutsche Bank Research



Ausblick Deutschland

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite www.dbresearch.de. Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com

- ▶ Neue globale Realitäten 21. Dezember 2022
- ▶ Kein Konjunkturabsturz,
aber immer noch Rezession 25. November 2022
- ▶ Auf dem Weg in die Rezession 19. Juli 2022
- ▶ Ringen mit der Zeitenwende..... 24. Mai 2022
- ▶ Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0 9. März 2022
- ▶ Ausblick 2022: Neue Realitäten 17. Dezember 2021
- ▶ Ärger in der Luft 10. November 2021
- ▶ Halzeitbilanz:
Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation 14. Juni 2021
- ▶ Deutsche Wirtschaft startklar für den Aufschwung –
Wahlumfragen hängen in der Schwebe 11. Mai 2021

© Copyright 2022. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

ISSN (Print): 2512-2371; ISSN (Online): 2568-1079