

# Auf dem Weg in die Rezession

19. Juli 2022

## Autoren

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

Eric Heymann  
+49 69 910-31730  
eric.heymann@db.com

Marion Mühlberger  
+49 69 910-31815  
marion.muehlberger@db.com

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

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

## Editor

Stefan Schneider

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

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis	Seite
Prognosen.....	2
Auf dem Weg in die Rezession.....	3
Inflation: Juni-Rückgang kein Wendepunkt – Inflationsspitze noch nicht erreicht.....	11
Sonderfaktor lässt Arbeitslosenzahl steigen. Vor der Lohnrunde türmen sich die Konjunk- tursorgen.....	17
Staatsfinanzen: Gas-Krise gefährdet ge- plante Rückkehr zur Schuldenbremse ab dem Jahr 2023.....	20
Deutsche Industrie: Gas-Krise ist ein „Game- changer“ für den Industriestandort Deutsch- land.....	28
Keine Sommerpause, sondern intensives Krisenmanagement.....	31
EZB: Kurs halten.....	35
Datenkalender.....	41
Finanzmarktprognosen.....	42
Datenmonitor.....	43

Original in englischer Sprache: 14. Juli 2022

**Auf dem Weg in die Rezession.** In unserem Baseline-Szenario wird die Gas-Krise – auch ohne umfassende Rationierung – zusammen mit der US-Rezession und weiteren Hemmnissen zu moderaten BIP-Rückgängen in den kommenden Quartalen führen. Nach einer Expansion um 1 ¼% im Jahr 2022 dürfte das deutsche BIP 2023 um rund 1% schrumpfen. In einem „der Gashahn bleibt zu“-Szenario, könnte das BIP im Jahr 2023 um 5 - 6% einbrechen.

**Inflation: Juni-Rückgang kein Wendepunkt – Inflationsspitze noch nicht erreicht.** Trotz der temporären Entlastungsmaßnahmen der Regierung bleibt die Inflationsdynamik grundsätzlich hoch. Wir haben unsere Prognosen für die jahresdurchschnittliche Verbraucherpreis-inflation (nationale Definition) auf 8% für 2022 und 6% für 2023 angehoben.

**Sonderfaktor lässt Arbeitslosenzahl steigen. Vor der Lohnrunde türmen sich die Konjunktursorgen.** Der Wechsel ukrainischer Flüchtlinge in die Betreuung der Jobcenter ließ auch die Arbeitslosenquote im Juni ansteigen. Die Arbeitslosenzahl dürfte sich noch weiter erhöhen. Die anstehende Tarifrunde könnte in schwieriges Fahrwasser geraten. Im Jahr 2022 dürften die Tariflöhne um 3% ansteigen und in 2023 um mindestens 4 ½% zulegen.

**Staatsfinanzen: Gas-Krise gefährdet geplante Rückkehr zur Schuldenbremse ab dem Jahr 2023.** Angesichts der wirtschaftlichen Eintrübung ist es zunehmend ungewiss, ob die Regierung wie geplant im nächsten Jahr zur Schuldenbremse zurückkehren kann.

**Deutsche Industrie: Gas-Krise ist ein „Gamechanger“ für den Industriestandort Deutschland.** Wir erwarten einen Rückgang der Industrieproduktion um 1% im Jahr 2022 und Stagnation im Jahr 2023. Die Gas-Krise und der Wechsel von relativ günstigem (russischem) Pipeline-Gas auf das teurere LNG könnte einen Strukturwandel für das exportorientierte deutsche Geschäftsmodell auslösen.

**Keine Sommerpause, sondern intensives Krisenmanagement.** Weitere Notfallplanung im Falle ausbleibender Gaslieferungen und zunehmender Fokus auf Nachfragesteuerung beim Gaskonsum sind während der kommenden Wochen zu erwarten. Trotz einiger weniger ideologischer Kontroversen arbeiten alle drei Koalitionspartien weiterhin konstruktiv miteinander.

**EZB: Kurs halten.** Wir rechnen nun auch in der Eurozone mit einer leichten Rezession. Angesichts der Inflationsaussichten glauben wir aber, dass die EZB an ihrem Zinserhöhungszyklus festhält. Wir erwarten, dass die EZB die Zinsen am 21. Juli um 25 Basispunkte und im September um 50 Basispunkte anheben wird. Während das Ziel des neutralen Zinssatzes wohl weiterhin gilt, ist das Tempo weiterer Erhöhungen aber deutlich ungewisser. Der Zinserhöhungszyklus könnte in zwei Phasen ablaufen. Auf jeden Fall braucht die EZB aber ein starkes Instrument für den Umgang mit der Marktfragmentierung.



## Auf dem Weg in die Rezession

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P
Euroland	5,3	2,6	-0,3	2,6	8,0	5,5	2,3	2,2	2,0	-5,1	-4,6	-3,7
Deutschland	2,9	1,2	-1,0	3,1	8,0	6,0	6,9	3,8	4,0	-3,7	-3,3	-3,9
Frankreich	6,8	2,0	-0,3	2,1	5,3	3,0	0,3	-1,2	-1,3	-6,4	-5,3	-3,9
Italien	6,6	2,6	-0,2	1,9	7,0	3,5	3,3	2,8	2,9	-7,2	-5,6	-4,5
Spanien	5,1	4,1	0,8	3,0	8,0	2,5	0,9	1,5	1,5	-6,9	-6,1	-5,4
Niederlande	4,9	3,9	4,0	2,8	8,0	4,2	9,1	8,8	8,8	-2,5	-2,8	-2,0
Belgien	6,2	3,1	2,3	3,2	9,3	3,0	-0,4	-0,5	-0,5	-5,5	-5,0	-4,5
Österreich	4,9	4,3	2,0	2,8	6,5	2,5	-0,5	0,8	1,0	-5,9	-2,3	-0,4
Finnland	3,0	2,9	2,0	2,1	6,0	2,7	0,5	0,5	0,5	-4,0	-2,5	-1,0
Griechenland	8,0	4,4	3,8	0,6	7,5	2,0	-6,0	-4,0	-3,0	-10,0	-4,0	-1,0
Portugal	4,9	5,0	2,6	0,9	6,0	2,5	-1,1	-0,5	-0,5	-2,8	-3,5	-3,0
Irland	13,4	5,0	4,2	2,4	6,0	2,0	14,2	14,0	13,0	-1,9	-1,7	-0,5
Großbritannien	7,4	3,5	0,6	2,6	8,4	4,6	-2,6	-2,7	-3,1	-6,4	-4,2	-2,2
Dänemark	4,9	3,0	2,0	1,9	1,6	1,6	8,8	7,5	7,0	2,3	0,1	0,5
Norwegen	4,0	4,0	2,0	3,5	2,0	1,5	15,0	6,5	6,0	9,9	0,0	1,5
Schweden	4,9	3,4	2,0	2,7	2,0	1,5	5,3	5,5	5,5	-0,2	-0,5	0,0
Schweiz	3,7	3,0	2,0	0,6	0,7	0,7	9,3	7,5	7,0	-1,9	-0,3	0,2
Tschech. Rep.	3,3	1,9	2,3	3,8	15,4	8,4	-0,9	-3,7	-2,6	-5,9	-4,3	-3,8
Ungarn	7,1	4,0	2,8	5,1	11,1	8,1	-2,9	-6,3	-4,1	-6,8	-5,3	-3,9
Polen	5,9	4,5	3,4	5,1	14,8	10,5	-0,7	-3,3	-2,3	-3,4	-6,4	-3,4
USA	5,7	1,9	0,5	4,7	8,3	5,0	-3,6	-5,7	-5,7	-13,1	-4,1	-3,8
Japan	1,7	1,1	1,2	-0,2	2,0	1,4	2,8	1,5	1,9	-7,0	-4,6	-4,1
China	8,1	3,3	5,7	0,9	2,2	2,5	1,8	1,7	1,5	-3,8	-5,5	-5,0
Welt	6,0	3,0	2,7	4,1	8,2	5,5						

\* 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.

	2020	2021	2022P	2023P	2022				2023			
					Q1	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	-4,6	2,9	1,2	-1,0	0,2	0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	0,0
Privater Konsum	-5,9	0,3	2,6	-1,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	0,1	0,2
Staatsausgaben	3,5	2,9	1,4	2,5	0,1	1,5	0,8	0,5	0,8	0,6	0,3	0,0
Anlageinvestitionen	-2,2	1,1	0,6	1,5	2,7	-1,2	0,6	0,4	0,6	0,8	0,8	0,7
Ausrüstungen	-11,2	3,3	1,2	1,5	2,5	0,2	0,5	-0,5	0,5	1,0	1,0	1,0
Bau	2,5	0,0	0,6	1,2	4,6	-3,0	1,0	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Lager, %-Punkte	-0,9	1,1	-0,6	-0,4	1,2	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0
Exporte	-9,3	9,6	1,6	1,4	-2,1	1,0	0,5	0,5	0,2	0,5	0,7	0,0
Importe	-8,6	9,1	5,9	4,3	0,9	1,0	1,3	1,0	0,9	1,3	1,6	0,5
Nettoexport, %-Punkte	-0,8	0,8	-1,8	-1,3	-1,4	0,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2
Konsumentenpreise (VPI)*	0,5	3,1	8,0	6,0								
Arbeitslosenquote, %	5,9	5,7	5,3	5,5								
Industrieproduktion**	-8,9	4,8	-1,0	0,0								
Budgetsaldo, % BIP	-4,3	-3,7	-3,3	-3,9								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	68,7	69,3	65,9	66,2								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,0	6,9	3,8	4,0								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	234	265	142	160								

\*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



## Auf dem Weg in die Rezession

### Maße der Konjunkturübereinstimmung

1

Land	Konkordanz-Index <sup>1</sup>		Korrelation	
	D	USA	D	USA
Frankreich	0,80	0,74	0,38*	0,10
Deutschland	1,00	0,90	1,00***	0,73***
Italien	0,74	0,78	0,30	0,38**
Spanien	0,61	0,66	-0,07	-0,02
Großbritannien	0,78	0,79	0,36*	0,38**

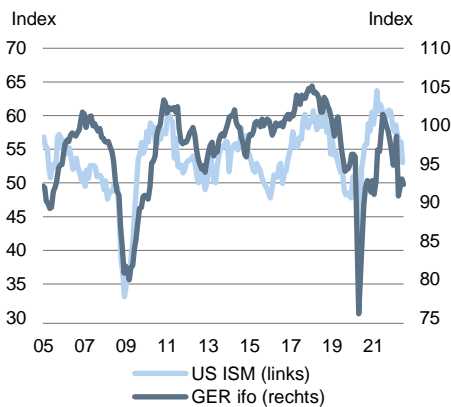
Quellen: OECD Economic Outlook (2020), Berechnungen von Haver Analytics und der Bundesbank. Bedeutung der Korrelation: \* $<0.01$ ; \*\* $<0.05$ ; \*\*\* $<0.1$ .

<sup>1</sup> Der Konkordanzindex misst den Anteil der Perioden mit übereinstimmenden Konjunkturphasen.

- Es ist damit zu rechnen, dass Russland nach der Wartung von Nord Stream 1 wohl noch weniger Gas liefern wird, sodass weitere Einsparungen bei den privaten Haushalten und den Unternehmen erforderlich sind. Wir erwarten zwar keine umfassende Rationierung, aber die wirtschaftlichen Belastungen werden zusammen mit der US-Rezession und weiteren Hemmnissen im zweiten Halbjahr 2022 in Deutschland zu einer Rezession führen.
- Spätestens seit Februar haben sich die Aussichten für Gaslieferungen aus Russland eingetrübt. Insofern trifft dieser Energieschock Deutschland nicht überraschend oder gänzlich unvorbereitet, wie es bei früheren Schocks der Fall war. Wir rechnen daher mit einem moderaten, aber ziemlich lange anhaltenden BIP-Rückgang aufgrund der schrittweisen Anpassung der deutschen Wirtschaft.
- Nach einer Expansion um 1 ¼% im Jahr 2022 dürfte das deutsche BIP 2023 um rund 1% schrumpfen, da insbesondere die Verbraucher ihre realen Einkommensverluste nicht durch weiteres Entsparen kompensieren können.
- In einem „der Gashahn bleibt zu“-Szenario, könnte das BIP im Jahr 2023 aufgrund von Gasrationierungen um 5 - 6% schrumpfen.

### US/GER-Zyklus: Im Gleichschritt

2



Quellen: Haver Analytics, ifo

Die deutsche Wirtschaft hat ohnehin schon mit zahlreichen und miteinander zusammenhängenden Problemen zu kämpfen (Corona, angespannte Lieferketten, steigende Inflationsraten, Krieg in der Ukraine, Gasschock, Arbeitskräftemangel), und inzwischen ist noch ein weiteres hinzugekommen: eine Rezession in den USA.

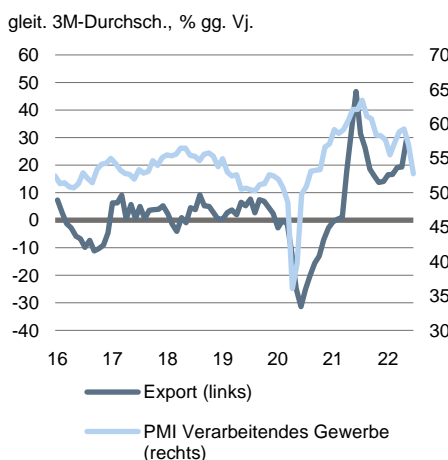
### Wenn die USA niesen, ...

Seit April haben unsere US-Kollegen ihre BIP-Prognose für 2022 von 3,0% auf 1,9% und den Ausblick für 2023 von 1,8% auf 0,5% zurückgenommen. Ungeachtet des anhaltend robusten Arbeitsmarkts prognostizieren sie für Q2 inzwischen einen BIP-Rückgang von 0,6% gg. Vq. (annualisiert). Damit könnte bereits in H1 2022 eine technische Rezession eingetreten sein, da das BIP im ersten Quartal um 1,6% schrumpfte. Der DB-Momentum-Index deutet auf eine Konjunkturverlangsamung hin. Da die Fed ihre Geldpolitik gleichzeitig rasch strafft, dürfte die US-Wirtschaft bis Mitte 2023 in eine leichte Rezession geraten. Im Durchschnitt wird das BIP gg. Vq. in Q3 und Q4 wohl um 2% schrumpfen (annualisiert).

Die deutsche und die US-Wirtschaft bewegen sich weitgehend im Gleichschritt; die Korrelation liegt bei rund 0,75. Einer Bundesbank-Analyse zufolge weist Deutschland von allen großen Industrieländern die höchste Synchronität mit den USA auf, sogar deutlich höher als Kanada oder Großbritannien.<sup>1</sup> In einer etwas älteren Analyse des Sachverständigenrats hieß es, dass ein BIP-Schock in Höhe von 1%-Punkt in den USA zu einer Reaktion von ¼ %-Punkt in Deutschland im selben Quartal führt. Nach vier Quartalen belaufen sich die Auswirkungen auf rund ½ %-Punkt des BIP. Das würde bedeuten, dass das BIP-Wachstum in Deutschland aufgrund der schwächeren Aussichten für die USA in diesem Jahr um rund ¼% und im kommenden Jahr um ein weiteres ½% niedriger ausfallen dürfte.

### Deutsche Exporte in die USA

3



Quellen: Statistisches Bundesamt, IHS Markit

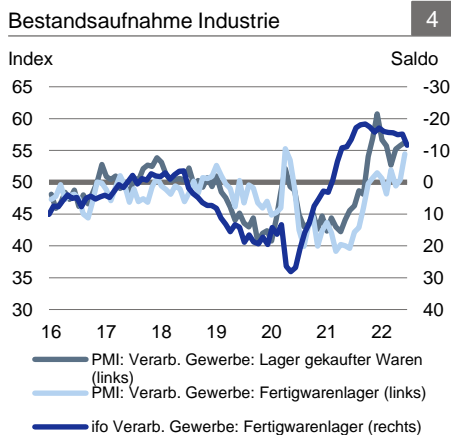
<sup>1</sup> Bundesbank, Monatsbericht Oktober 2020



## Auf dem Weg in die Rezession

### Größere Anfälligkeit der Schwellenländer infolge der steigenden US-Zinsen und des festeren USD?

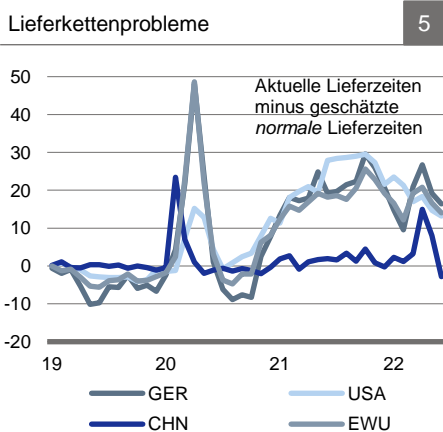
In den vergangenen fünf Straffungszyklen der Fed kam es zu über 50 Währungskrisen in den Schwellenländern; die einzige Ausnahme ist dabei der Zyklus von 2004 - 2006. Mit knapp USD 100 Billionen (246% des BIP) ist die Verschuldung der Schwellenländer nominal doppelt so hoch wie vor der bisher letzten Schwellenländerkrise, die 2013 durch das „Taper Tantrum“ (Schuldenstand: 176% des BIP) ausgelöst wurde, und vier Mal so hoch wie vor der globalen Finanzkrise (Schuldenstand: 149% des BIP). Allerdings sind derzeit bis zu 90% der ausstehenden Schwellenländer-Verbindlichkeiten in lokaler Währung denominated, sodass die Anfälligkeit im Falle von Zinserhöhungen in den USA (die einen Teufelskreis aus Wechselkursen und Zinsen auslösen können) geringer ist. Außerdem haben die Schwellenländer den Straffungszyklus bereits ein knappes Jahr vor der Fed eingeleitet. Bei den vier vorhergehenden Straffungszyklen liefen sie dagegen der Fed zumeist hinterher. Die Leitzinsen in den Schwellenländern sind gegenüber ihren jeweiligen Tiefständen bislang um 2,5% (Medianwert) gestiegen, die Fed dagegen hat ihre Fed Funds Rate nur um 1,5% erhöht. Dies stützt die Realzinsen und hat (bisher) verhindert, dass die Inflationserwartungen sich aus ihrer Verankerung lösen.



Quellen: IHS Markit, ifo Institut, Deutsche Bank Research

### Erste Hoffnungsschimmer aus China

Die chinesische Wirtschaft wurde nach umfangreichen Lockdowns wieder geöffnet und scheint allmählich Fahrt aufzunehmen. Im Juni lag der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe mit 51,7 wieder über der Schwelle von 50, und sein Pendant für den Dienstleistungssektor schnellte von 41,4 im Mai auf 54,5 in die Höhe. Im zweiten Quartal konnte die chinesische Wirtschaft – dank der kräftigen Belebung im Juni – daher um 0,4% gg. Vj. zulegen. Allerdings ist die Wachstumsbasis derzeit noch fragil, das Konsumentenvertrauen und insbesondere der Immobilienmarkt sind noch vergleichsweise schwach. Daher halten die Kollegen an ihren Wachstumsprognosen von 4% für H2 bzw. 3,3% für das Gesamtjahr 2022 fest. Zumindest so lange bis die Regierung zusätzliche Maßnahmen zur Stützung des Immobiliensektors ergreift und die Erholung nicht durch einen weiteren Corona-Ausbruch oder andere negative Schocks aus dem Tritt gebracht wird. Ein wichtiger Vorbehalt angesichts der jüngsten Ausbrüche der Variante BA.5 und dem damit steigenden Risiko neuerlicher Lockdowns, da China im Kampf gegen die Pandemie nach wie vor hauptsächlich auf Lockdowns setzt.



Quellen: IHS Markit, Deutsche Bank Research

### Anhaltende Lieferprobleme

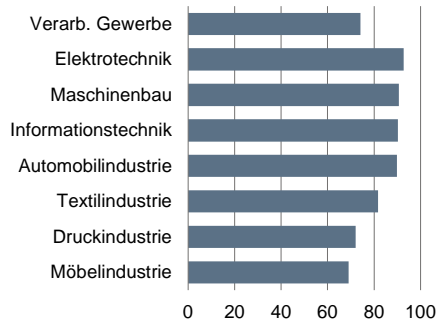
In China scheinen die Lieferengpässe allmählich abzuklingen. Trotzdem werden Lieferprobleme den Welthandel und das deutsche BIP wohl noch monatelang bis weit ins Jahr 2023 hinein belasten. In der Juni-Umfrage des ifo-Instituts rechneten die Teilnehmer im Durchschnitt damit, dass die Lieferengpässe noch 10 Monate lang anhalten werden. Der Index der New York Fed für den Druck auf die globalen Lieferketten ist in der ersten Jahreshälfte 2022 zwar etwas gesunken, liegt aber immer noch auf hohem Niveau. Angaben des IfW-Instituts zufolge wartet eine Rekordzahl von Frachtschiffen vor den Nordseehäfen auf Entladung. Und die Lieferprobleme machen sich inzwischen auch auf der Verbraucherebene bemerkbar. In der ifo-Umfrage sagten 75,7% der Einzelhändler in Deutschland, dass ihre Bestellungen nicht in vollem Umfang erfüllt würden. In einigen Bereichen (Haushalts-Elektrogeräte oder Autos) meldeten über 90% der Befragten Lieferprobleme; bei Konsumelektronik und Möbeln lagen die Zahlen nahe 90%. Insgesamt fällt die Belastung der Konjunktur offensichtlich größer aus als zuvor erwartet. Aber die Lage verbessert sich allmählich, sodass in den



## Auf dem Weg in die Rezession

### Versorgungsprobleme mit Vorprodukten 6

Anteil der Nennungen in %



Quelle: ifo

### Welthandel & Lieferprobleme 7



Quellen: New York Fed, CPB

kommenden Quartalen ein gewisses Gegengewicht zu den negativen Wachstumsfaktoren entstehen sollte. Zudem liegen die Auftragsbestände in vielen Bereichen des Verarbeitenden Gewerbes nahe einem Rekordniveau.

### Der größte Unsicherheitsfaktor: Gaslieferungen aus Russland

Drängender ist die Frage, wie viel Gas nach der zehntägigen Wartung (die planmäßig bis zum 21. Juli stattfinden soll) noch durch die Pipeline Nord Stream 1 geliefert wird. Seit Mitte Juni wurde der Durchfluss bereits auf lediglich 40% der maximalen Kapazität reduziert, was die Unsicherheit erheblich erhöht hat. Weil es gleichzeitig zu einem vorübergehenden Streik in der norwegischen Gasindustrie kam, stieg der Gaspreis wieder auf rund EUR 180 pro Mwh an, nachdem er in den drei vorhergehenden Monaten bei rund EUR 100 verharrt hatte. Bei einem Speicherfüllstand von derzeit 65% hält die Bundesnetzagentur es für möglich, dass zusätzliche Maßnahmen erforderlich sein könnten, um den angestrebten Füllstand von 90% bis zum 1. November zu erreichen, sofern die Gaslieferungen nach der Wartung im zuletzt verzeichneten Umfang wieder aufgenommen werden. Andere Lieferanten wie Norwegen und die Niederlande/Belgien haben ihre Lieferungen im Vergleich zum Umfang Ende Mai, also vor den Lieferkürzungen Russlands, um rund 20% erhöht. Von ihnen sowie aus höheren Flüssiggasimporten stammen inzwischen rund  $\frac{3}{4}$  der gesamten deutschen Gasimporte. Kurzfristig scheint jedoch nur wenig Spielraum für weitere Liefererhöhungen zu bestehen.<sup>2</sup> Die „zusätzlichen Maßnahmen“ können daher entweder in Substitution (z.B. eine intensivere Verstromung von Stein- oder Braunkohle, was durch das Ersatzkraftwerkebereithaltungsgesetz ermöglicht wird) oder in zusätzlichen Einsparungen bestehen. Dem Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft (BDEW) zufolge sank der Gasverbrauch in Deutschland in den ersten fünf Monaten des Jahres um 14,3%; auch bereinigt um die mildere Witterung ging die Nachfrage um 6,4% zurück. Im Mai war die Nachfrage um 34,7% bzw. bereinigt um Witterungseffekte um 10,8% geringer. Die Nachfrage nach Gas zur Stromerzeugung (die 12% der Gesamtnachfrage ausmacht) verringerte sich in den ersten fünf Monaten des Jahres um 14,3%.<sup>3</sup>

In einer kürzlich durchgeführten Studie hieß es, dass die privaten Haushalte und andere Kleinverbraucher ihre Gasnachfrage bis Anfang Juli bereits um 6% im Vergleich zum März verringert haben könnten. Die Industrie dämpft ihre Nachfrage bereits seit August 2021, als der Anstieg der Großhandelspreise begann, und hat bis April 2022 im Durchschnitt 11% eingespart.<sup>4</sup> Beim derzeitigen Gaspreisniveau dürfte der Verbrauch in weiteren Bereichen der Industrie wirtschaftlich uninteressant werden, was die Nachfrage zusätzlich dämpfen sollte. Dennoch: Wenn die russischen Gaslieferungen gegenüber dem niedrigen Niveau vor der Wartung ab dem 21. Juli nicht ansteigen, wird die Bundesnetzagentur unseres Erachtens wohl für einzelne Unternehmen per Individualverfügung eine Reduzierung der Nachfrage anordnen müssen.

<sup>2</sup> Norwegischer Energiekonzern Equinor: „Wir liefern so viel Gas wie möglich“, Handelsblatt 05.07.2022

<sup>3</sup> BdeW (2022). Zahl der Woche /Sinkender Gasverbrauch: Ein Drittel weniger Gas. 30.06.2022

<sup>4</sup> Ruhnau, Oliver; Stiewe, Clemens; Muessel, Jarusch; Hirth, Lion (2022). Gas demand in times of crisis. The response of German households and industry to the 2021/22 energy crisis, ZBW – Leibniz-Informationzentrum Wirtschaft, Kiel, Hamburg



### Ein kooperativere Haltung Russlands ist nicht in Sicht

Russland hat seine Gaslieferungen bereits klar als wirtschaftliche Waffe eingesetzt: Es hat Finnland, Polen und Bulgarien im Mai den Hahn zugedreht, nachdem ein Regierungssprecher bereits Anfang März gedroht hatte, die Lieferungen über Nord Stream 1 zu stoppen.<sup>5</sup> Deshalb sind Beobachter sehr skeptisch, ob die Reduzierung der Lieferungen um 60% vor dem Beginn der Wartungspause wirklich nur auf Wartungsprobleme bei Verdichtern und andere technische Faktoren zurückzuführen ist, wie Russland behauptet. Die westlichen Sanktionen und die finanzielle und militärische Unterstützung des Westens für die Ukraine lösen in Russland zunehmend Frustrationen aus. Daher ist nicht recht vorstellbar, warum das Land dieses „Instrument“ nicht weiter einsetzen sollte, zumal es den westeuropäischen Ländern dadurch so schwerwiegende Probleme bereiten kann. Das bedeutet nicht unbedingt, dass Russland seine Lieferungen vollständig einstellt, denn durch einen solchen Schritt würde es sich die Möglichkeit nehmen, mit weiterer Eskalation zu drohen. Russland könnte den Gashahn nach Belieben auf- und zudrehen und das mit „technischen Problemen“ oder gar „höherer Gewalt“ begründen, was wohl zu maximaler politischer und wirtschaftlicher Unsicherheit führen würde. In jedem Fall werden die Auswirkungen auf die Industrieproduktion und die wirtschaftliche Unsicherheit die deutsche Wirtschaft unseres Erachtens in H2 2022 nahezu sicher in eine Rezession geraten lassen.

Da wir nicht wissen können, welche Strategie Russland letztendlich verfolgt, haben wir zwei Szenarien entwickelt. Das erste – zugegebenermaßen noch recht optimistische – haben wir „Gerade noch geschafft“ genannt, und das zweite „Der Gashahn bleibt zu“. Letzteres macht Politikern in Deutschland und Europa zunehmend Sorgen. Da große Unsicherheit über die Angebots- und Nachfragesituation am Gasmarkt und die wirtschaftlichen Folgen herrscht, sind die Fehlermargen bei den diskutierten wirtschaftlichen Variablen ziemlich hoch. Dies gilt vor allem für das Szenario „Der Gashahn bleibt zu“.<sup>6</sup>

### Beide Szenarien basieren auf den folgenden Annahmen

Wir gehen davon aus, dass Deutschland in den kommenden Monaten im Durchschnitt 2.850 GWh pro Tag (einschließlich indirekter Flüssiggasimporte) aus den Niederlanden/Belgien und aus Norwegen erhält. Dies ist im historischen Vergleich ziemlich viel, wenn auch weniger als der jüngste Höchststand (rund 3.000 GWh pro Tag). Die Niederlande und Norwegen haben ihre Exporte nach Deutschland seit Ende Mai bereits um rund 20% erhöht, wobei die Volumina allerdings stark schwankten.

Der Gasverbrauch dürfte in Deutschland in den kommenden Monaten um rund 10% unter dem Vorjahresniveau verharren, weil die privaten Haushalte, die Industrie und der Dienstleistungssektor nicht zuletzt aufgrund der außerordentlich hohen Gaspreise ihren Verbrauch reduzieren. Die insgesamt schwächere Konjunktur sollte den Gasbedarf des Verarbeitenden Gewerbes dämpfen. Außerdem wird Gas durch andere Energiequellen ersetzt (Stein- und Braunkohleverstromung, Holz zur Wärmeversorgung der privaten Haushalte, soweit dies möglich ist, Umstellung auf Ölderivate in der Industrie usw.), was die Gasnachfrage ebenfalls dämpft. Wie bereits erläutert, ist der deutsche Gasverbrauch durch

<sup>5</sup> tagesschau.de (2022). Russland droht erstmals mit Gas-Lieferstopp. 08.03.2022

<sup>6</sup> Am 12.07. haben wir einen neuen „Germany Blog: Gas supply monitor“ veröffentlicht, in dem wir drei Szenarien für das Gasangebot dargestellt haben. Diese drei Szenarien stützen sich auf unterschiedliche Annahmen zu den künftigen Lieferungen aus Russland. Im oben dargestellten BIP-Basiszenario gehen wir davon aus, dass die Lieferungen aus Russland nach der Wartung im Durchschnitt bei etwa 30% der maximalen Kapazität liegen, also im Vergleich zum Umfang vor der Wartung noch einmal um 25% reduziert werden. Diese Annahme ist etwas optimistischer als in unserem Szenario „Auf Messers Schneide“ im „Gas supply monitor“.



Einsparungen und Substitution in den ersten fünf Monaten des Jahres 2022 bereits um über 14% gg. Vj. gesunken. Allerdings ist ein großer Teil der „Einsparungen“ auf den milden Winter 2021/2022 zurückzuführen, weshalb wir im Jahresdurchschnitt 2022 sowie Anfang 2023 „nur“ von einer Reduzierung um 10% ausgehen.

Dabei bestehen zahlreiche Unsicherheitsfaktoren, vor allem für unsere Annahmen zu Lieferungen aus anderen Ländern und zur Nachfrage. Erstens haben die Gaslieferungen aus den Niederlanden und Norwegen in den vergangenen Wochen recht stark geschwankt. Eine deutliche Steigerung über die jüngsten Höchststände hinaus scheint nicht im Bereich des Möglichen zu liegen. Zweitens hat die Witterung während der Heizsaison beträchtliche Auswirkungen auf die Gasnachfrage. Und drittens spielt auch die wirtschaftliche Entwicklung in energieintensiven Sektoren eine große Rolle für den Gasverbrauch. Hier bestehen jedoch Unsicherheiten. Bei hohen Gaspreisen werden einige Fertigungsstätten womöglich geschlossen, weil sie sich nicht rechnen (dafür gibt es bereits anekdotische Belege). Das könnte auch ohne Gasrationierung passieren.

### Bedeutung der Re-Exporte

Deutschlands Re-Exporte von Gas sind ein weiterer großer Unsicherheitsfaktor für unsere Berechnungen. In den vergangenen Jahren hat sich Deutschland zu einem wichtigen Gastransitland in der EU entwickelt. Große Teile der Importe werden an andere Länder weitergeleitet. Mit seiner Speicherkapazität von rund 250.000 GWh kann Deutschland für mehr Flexibilität bei der europäischen Gasspeicherung sorgen und den Ausgleich von Angebot und Nachfrage erleichtern. Dem Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (BAFA) zufolge exportierte Deutschland im Jahr 2021 35% seiner Gasimporte weiter in andere Länder. 2020 lag der entsprechende Prozentsatz bei 41%. In den ersten Monaten des Jahres 2022 wurden lediglich 33% der gesamten deutschen Gasimporte wieder exportiert. Daran zeigt sich, dass die Prognosen für die Sicherheit der Gasversorgung in Deutschland in hohem Maße davon abhängen, welcher Anteil der Gasimporte re-exportiert wird. Wir gehen davon aus, dass Deutschland seine Verpflichtungen gegenüber EU-Nachbarländern erfüllen wird. In unseren Szenarien haben wir – basierend auf Zahlen aus der Vergangenheit – drei unterschiedliche Prozentsätze für den Re-Export angesetzt, nämlich 35% bzw. 40% und 45%. Wir gehen davon aus, dass nicht exportiertes Gas die Gasspeicher in Deutschland auffüllt, soweit das Angebot (d.h. die Nettoimporte) die Nachfrage übersteigt. In den Wintermonaten werden die Speicher dann wieder geleert.

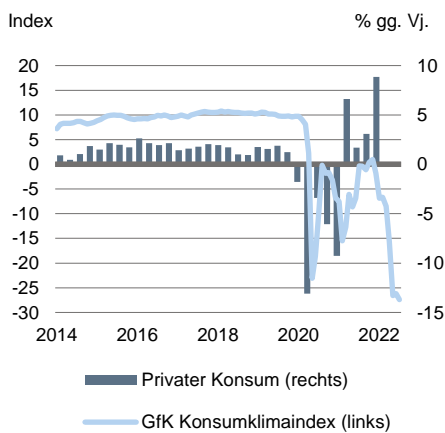
### Basisszenario: „Gerade noch geschafft“

Nach dem Abschluss der Wartung verringert Russland seine Lieferungen über Nord Stream 1 noch weiter; vielleicht dreht es den Gashahn auch nach Belieben auf und zu, um die Unsicherheit so weit wie möglich zu erhöhen. Trotz weiterer, freiwilliger Einsparungen der privaten Haushalte und einiger Individualverfügungen der Bundesnetzagentur wird der angestrebte Füllstand von 90% zum 1. November wahrscheinlich verfehlt, wenngleich wohl knapp. Insgesamt ist die Gasversorgung über den Winter gesichert. Im März sind die Speicher jedoch bereits weitgehend leer (Füllstand von rund 15%), wenn man davon ausgeht, dass in den kommenden Monaten durchschnittlich 40% wieder exportiert werden. Der Großhandelspreis verharrt bei rund EUR 150 pro MWh. Es besteht wenig Spielraum für den Fall, dass die Gasimporte aus anderen Ländern unterbrochen werden oder die Binnennachfrage anders als geplant ausfällt (z.B. wegen eines langen und kalten Winters). Bei höheren Re-Exporten (45%) wären die Gasspeicher bereits vor Ende März 2023 vollständig leer.



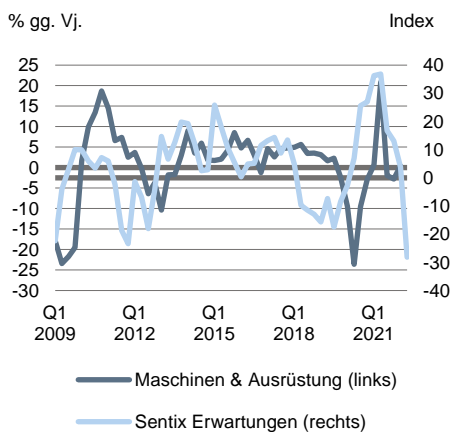
## Auf dem Weg in die Rezession

### Konsumentenvertrauen weiter abgestürzt 8



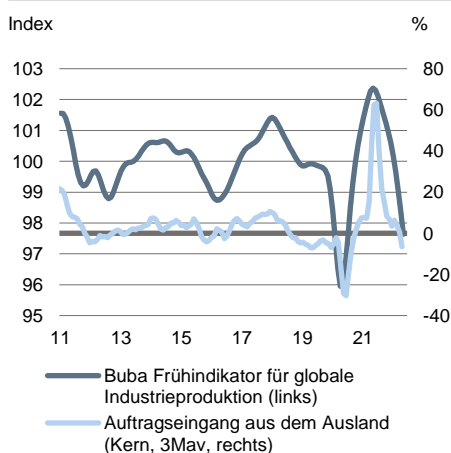
Quellen: Deutsche Bank Research, Deutsche Bundesbank, GfK

### Ungewissheit bremst Investitionsausgaben 9



Quellen: Statistisches Bundesamt, sentix GmbH

### Auftragseingang aus dem Ausland & globale Industrieproduktion 10



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

## Rezession wird nicht vermieden

Die Inflation dürfte sich in diesem Jahr auf rund 8% beschleunigen und 2023 noch zwischen 5 – 8% liegen. Diese Prognose ist mit erheblicher Unsicherheit behaftet, da nicht klar ist, inwiefern die gestiegenen Gaspreise möglicherweise rascher an die privaten Haushalte weitergegeben werden. Das real verfügbare Einkommen der Haushalte dürfte in diesem Jahr um etwa 4% schrumpfen. Dies kann durch einen Abbau der unfreiwilligen Ersparnis in Höhe von EUR 185 Mrd. aufgefangen werden, die in den vergangenen beiden Corona-Jahren entstanden ist. Wenn diese Ersparnis um EUR 50 Mrd. abgebaut würde und die „zugrunde liegende Sparquote“ (die vom Entsparen nicht betroffen ist) sich auf rund 12% normalisierte, würde die Sparquote von 15% im Jahr 2021 auf knapp 10% im Jahr 2022 sinken, was eine Steigerung des realen privaten Konsums um ca. 2 ½% gegenüber dem niedrigen Niveau des Jahres 2021 ermöglichen würde (+0,3% gg. Vj. nach einem Rückgang um 5,9% im Jahr 2020). 2023 wird das nominale verfügbare Einkommen aufgrund höherer Tariflöhne, steigender Renten und weiterer fiskalischer Unterstützungsmaßnahmen für die privaten Haushalte in Höhe von voraussichtlich weiteren EUR 30 Mrd. wohl um 5 ½% ansteigen. Selbst bei weiterem Entsparen sollte die Sparquote jedoch allenfalls auf rund 9% sinken, was den inflationsbedingten Rückgang der realen Kaufkraft nicht ausgleichen würde. Dementsprechend könnte der private Konsum um etwa 1% schrumpfen.

## Investitionsausgaben könnten trotz höherer Unsicherheit marginal steigen

Trotz des massiven Schocks und der wirtschaftlichen Unsicherheit halten wir es für möglich, dass die Investitionsausgaben 2022 und 2023 leicht ansteigen, da wegen der anhaltenden Lieferprobleme ein beträchtlicher Nachfragestau besteht. Darauf deuten die Rekordstände der (realen) Inlandsaufträge für Investitionsgüter hin, die um etwa 40% höher liegen als vor der Pandemie. Zudem verabschiedete die Regierung Anfang Juli neue rechtliche Vorschriften, um den Anteil von Solar- und Windenergie von derzeit knapp 50% bis 2030 auf 80% zu steigern. Rechtliche Vorschriften können zwar nichts an den Lieferengpässen ändern, die den Ausbau dämpfen, aber wenn bindend weitere Flächen für Windenergie ausgewiesen werden, könnten vor allem in Süddeutschland zusätzliche Investitionen vorgenommen werden. Zudem wird die Umstellung von (russischem) Gas auf alternative Energiequellen wohl beträchtliche Investitionen erfordern (soweit dies technisch möglich ist).

## Exporte durch schwächeren Welthandel in Mitleidenschaft gezogen

Angesichts der jüngsten, widrigen Entwicklungen sind die Prognosen für eine Expansion des Welthandels um 3% in diesem Jahr bzw. 3,4% im Jahr 2023<sup>7</sup> wohl zu optimistisch. Allerdings stieg der Welthandel in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres um 4,3% an. Die deutschen Exporte dürften noch weniger ansteigen, da ein großer Teil nach Ost- und Mitteleuropa geht und die EU, deren Anteil an den deutschen Exporten sich auf 37,7% beläuft, von den Kürzungen der Gaslieferungen aus Russland ernsthaft in Mitleidenschaft gezogen werden dürfte. Insgesamt erwarten wir einen Anstieg der deutschen Exporte um rund 1 ½% in diesem und im nächsten Jahr; wobei in 2023 die erwartete US-Rezession ihre Spuren hinterlassen dürfte.

<sup>7</sup> WTO (2022). Russian-Ukraine conflict puts fragile global trade recovery at risk. 12.04.2022

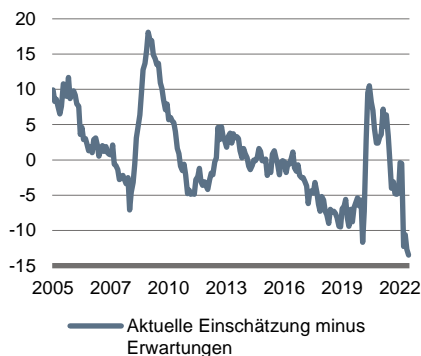




## Auf dem Weg in die Rezession

Geschäftserwartungen im Keller

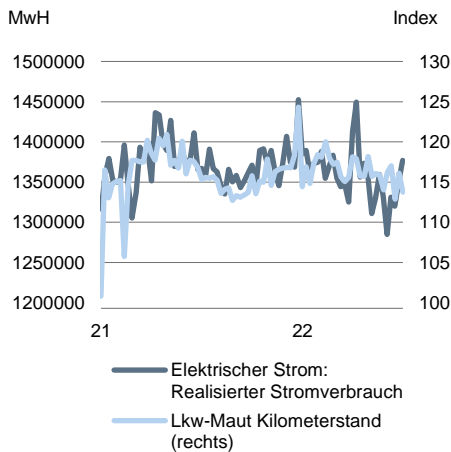
11



Quellen: ifo Institut, Deutsche Bank Research

Echtzeit-Indikatoren: Noch robust

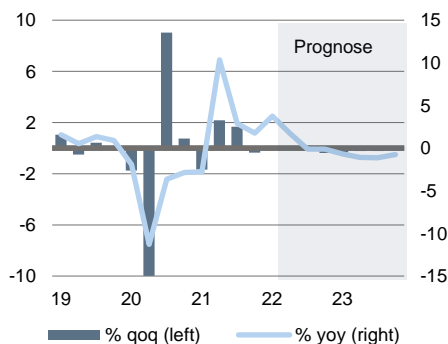
12



Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutsches BIP wird 2023 um ca. 1% schrumpfen

13



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Kein plötzlicher Einbruch, sondern eine leichte, länger anhaltende Rezession

Die Wirtschaft wird derzeit von vielen, teilweise gegenläufigen Einflussfaktoren getroffen. Insgesamt ist unseres Erachtens aber trotz einiger positiver Aspekte/Entwicklungen wie der ansatzweisen Erholung in China, dem allmählichen Abklingen der Lieferengpässe, der rekordhohen Auftragsbestände, des robusten Arbeitsmarkts und der hohen Ersparnis der privaten Haushalte mit einer Rezession zu rechnen. Die (Teil-)Einstellung der Gasimporte aus Russland ist praktisch ein Lehrbuchbeispiel für einen Angebotschock. Die Auswirkungen dürften jedoch anders sein als bei den Ölpreisschocks 1973/74 oder 1978/79. 1973 lag der Anteil des Öls am gesamten Primärenergiebedarf bei 46%, 2021 dagegen belief sich der Anteil von Gas am gesamten Primärenergiebedarf auf 27%. Zudem ist der Primärenergiebedarf pro Einheit des realen BIP in den vergangenen 50 Jahren um rund 60% gesunken. Zur Jahreswende 1973/74 verdreifachten sich die Ölpreise praktisch über Nacht, worauf Unternehmen, Verbraucher und die Regierung kaum vorbereitet waren. Im Anfang Dezember 1973 veröffentlichten Jahresgutachten des Sachverständigenrats wurde der Begriff „Ölkrise“ zwar in der Vorbemerkung verwendet, der Rat schreibt aber, dass „das Jahr 1974 nicht mehr im Zeichen der Ölkrise stehen“ werde.<sup>8</sup> Der aktuelle Preisanstieg am Gasgroßmarkt setzte bereits vor knapp einem Jahr ein, verlief zunächst aber sehr langsam. Seit dem Beginn von Russlands Krieg gegen die Ukraine wird bereits intensiv darüber diskutiert, dass Russland seine Gaslieferungen als politischen Hebel gegen die EU einsetzen könne. Die Regierung hat fiskalische Unterstützungsmaßnahmen in Höhe von rund EUR 30 Mrd. ergriffen, und Unternehmen und private Haushalte haben ihren Konsum allmählich verringert (vgl. die obigen Erläuterungen). Regierung und Unternehmen erhöhen ihre Investitionen in Energieeinsparung und -substitution bereits. Nichtsdestotrotz dürfte das neu entstehende Energieregime mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einem weiteren Rückgang der energieintensiven Produktion in Deutschland führen. Dieser Prozess dürfte sich hinziehen und das Wachstum entsprechend noch auf längere Zeit hinaus belasten.

### 2023 dürfte die Wirtschaft um rund 1% schrumpfen

Insgesamt rechnen wir nicht mit dramatischen BIP-Rückgängen im Quartalsvergleich, wie es z.B. beim Corona-Schock der Fall war, sondern mit einer über mehrere Quartale hinweg andauernden, moderaten Kontraktion. (Uns ist wohl bewusst, dass dies angesichts der zahlreichen Stolpersteine für die deutsche Wirtschaft eher eine Annahme als eine Prognose ist.) Für Q2 erwarten wir noch ein moderates Wachstum von ca. ¼% gg. Vq. Ab der Jahresmitte sollte dann eine moderate Kontraktion zu einem BIP-Wachstum von rund 1 ¼% im Gesamtjahr 2022 führen.

Wir gehen nicht davon aus, dass der Ukraine-Krieg innerhalb unseres Prognosehorizonts endet. Selbst wenn die ersten beiden schwimmenden Flüssiggas-terminals zur Jahreswende in Betrieb genommen werden können, wird Gas auch 2023 ein knappes Gut bleiben. Dies gilt vor allem mit Blick auf einen hinreichenden Speicherfüllstand vor dem Winter 2023/2024. Dies dürfte die Konjunktur 2023 weiter belasten. Daher dürfte das BIP im Durchschnitt um rund ¼% pro Quartal schrumpfen, sodass das BIP im Gesamtjahr um etwa 1% im Vergleich zu 2022 zurückgehen sollte.

<sup>8</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Mut zur Stabilisierung. Jahresgutachten 1973/74

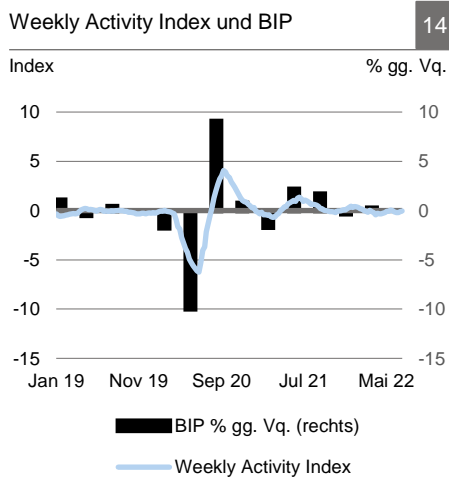


„Der Gashahn bleibt zu“

Wenn Russland die Gaslieferungen an Deutschland nach der laufenden Wartung vollständig einstellt, lässt sich eine Gasrationierung im Winter nicht verhindern. Selbst wenn der Anteil der Re-Exporte in den kommenden Monaten lediglich bei 35% läge, würde der Füllstand der Speicher im März 2023 auf null zugehen. Bei einem Anteil der Re-Exporte von 45% (was deutlich über dem aktuellen Niveau liegt) wären die Speicher bereits Ende Januar 2023 leer. Da die kritische Infrastruktur und die privaten Haushalte bei physischer Knappheit bevorzugt werden, würde dies vor allem die Industrie treffen. Die Gaspreise könnten auf EUR 200 - 250 pro MWh ansteigen. In einem solchen Falle könnte es Spekulationen darüber geben, ob die EU die Preise bei gut EUR 200 pro MWh deckelt und die Differenz zum Weltmarktpreis aus eigenen Mitteln begleicht.

Stärkerer Wirtschaftseinbruch als während der Corona-Krise

Bei einem Gaspreis von über EUR 200 pro MWh und einer physischen Gasknappheit würden Deutschland und die EU in eine schwere Rezession geraten. Das deutsche BIP würde von Mitte 2022 bis Mitte 2023 um gut 7% schrumpfen. Das durchschnittliche BIP-Wachstum würde in diesem Jahr mehr oder weniger stagnieren, und für 2023 wäre eine Kontraktion um 5 - 6% zu erwarten. Trotz umfangreicher Kurzarbeit (3 - 5 Millionen) würde die Arbeitslosenquote 2023 auf 7 - 8% klettern. Die Inflation würde sich auf 8 - 12% beschleunigen. Dieser Prognosekorridor ist so breit, weil der EUR noch weiter abwerten könnte und weil wir vor allem nicht wissen, welche Instrumente gegebenenfalls bei Interventionen eingesetzt werden: Einkommenssubventionen oder Preiskontrollen. In jedem Falle läge das Haushaltsdefizit 2023 bei deutlich über 5% des BIP. Der Konsum könnte um 5 - 6% schrumpfen. Auch die Investitionsausgaben und die Exporte würden spürbar zurückgehen. Und zuletzt dürfte die von Rationierungen betroffene Produktion zu einem großen Teil dauerhaft ins Ausland verlagert werden. Dies kann zu langfristigen Verlusten von Weltmarktanteilen führen, wenn die deutschen Hersteller nicht liefern können und Wettbewerber aus Asien oder den USA in die Bresche springen. Damit würde Deutschlands Wachstumspotenzial auf Dauer geschädigt, was den Anpassungsdruck auf das Wirtschaftsmodell zusätzlich erhöht.



Quelle: Deutsche Bundesbank

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



## Inflation: Juni-Rückgang kein Wendepunkt – Inflationsspitze noch nicht erreicht

- Die deutsche Inflationsrate ist im Juni überraschend um saisonbereinigte 0,2% gg. Vm. zurückgegangen. Dennoch bleibt sie mit 7,6% hoch. Der Rückgang wurde wohl maßgeblich von der Einführung des 9-Euro-Tickets und der temporären Senkung der Energiesteuer auf Kraftstoffe begünstigt. Daher dürfte die grundsätzliche Inflationsdynamik auch im Juni weiterhin hoch geblieben sein.
- Unserer Einschätzung nach handelt es sich bei dem Juni-Rückgang (noch) nicht um einen Wendepunkt, sondern vielmehr um einen vorübergehenden, durch Politikmaßnahmen induzierten Haltepunkt auf dem Weg zu einer noch wesentlich höheren Inflationsrate. Im Juli dürfte die vollständige Abschaffung der EEG-Umlage die Inflationsrate nochmals dämpfen. Aber im August bzw. spätestens im September – wenn die temporären Maßnahmen (9-Euro-Ticket, Absenkung der Energiesteuer) auslaufen – dürfte die Inflationsrate wieder deutlich anziehen.
- Aus heutiger Sicht erscheinen uns im Herbst Werte von deutlich über 9% als wahrscheinlich. Angesichts des anhaltend hohen Teuerungsdrucks haben wir nunmehr unsere Jahresdurchschnittsprognosen für die VPI-Inflationsrate (nationale Definition) nochmals auf jetzt 8% für das Jahr 2022 und 6% für das Jahr 2023 nach oben angepasst (von zuvor 7 ¾% bzw. 5 ½%).

### Überraschender Inflationsrückgang im Juni

Die deutsche Inflationsrate ist im Juni überraschend um saisonbereinigt 0,2% gg. Vm. zurückgegangen. Nach den finalen Schätzungen des Statistischen Bundesamtes gab die Inflationsrate gemäß dem Verbraucherpreisindex (VPI; nationale Definition) von 7,9% im Mai auf 7,6% nach. Die harmonisierte Inflationsrate (HVPI; europäische Betrachtungsweise) ging sogar noch etwas stärker zurück; von 8,7% im Mai auf 8,2%. Im unbereinigten Monatsvergleich änderte sich das Preisniveau nur noch geringfügig (+0,1 beim VPI und -0,1% beim HVPI). Damit fielen die Juni-Inflationszahlen deutlich niedriger als erwartet aus (Consensus-Prognose: +0,3% gg. Vm. und +7,9% gg. Vj. für den VPI bzw. +0,2% gg. Vm. und +8,8% gg. Vj. für den HVPI). Es ist aber nicht auszuschließen, dass aufgrund der wiederholten Inflationsüberraschungen in den letzten Monaten eine Art „Sicherheitsaufschlag“ in die Consensus-Inflationserwartungen eingeflossen sein könnte. Dies würde das Ausmaß der Überraschung wiederum etwas relativieren.

### Energiepreisinflation stabilisiert sich auf hohem Niveau, Nahrungsmittelpreisinflation zieht abermals kräftig an

Während sich die Jahresveränderungsrate der VPI-Energiepreiskomponente – bestehend aus Haushaltsenergie (wie z.B. Strom, Gas oder Heizöl) und Kraftstoffen (Benzin, Diesel) mit 38,0% auf hohem Niveau stabilisierte (Mai: 38,3%) (saisonbereinigt: +0,6% gg. Vm. nach +2,8% gg. Vm. im Mai), beschleunigte sich der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln im Vorjahresvergleich abermals deutlich, auf nunmehr 12,7% Mai: 11,1%) (saisonbereinigt: +1,3% gg. Vm. nach +2,4% gg. Vm. im Mai). Gleichzeitig ging die (unbereinigte) Kerninflationsrate deutlich zurück; auf „nur“ noch 3,2% von zuvor 3,8%. In einer saisonbereinigten Betrachtung ging diese laut den Daten der Deutschen Bundesbank noch deutlicher auf „nur“ noch 2,9% von zuvor 4,0% im Mai zurück (saisonbereinigt: -0,6%



gg. Vm. nach +0,5% gg. Vm. im Mai). In diesem Kontext sei erwähnt, dass der ausgeprägte Juni-Rückgang bei der Kerninflationsrate wohl maßgeblich durch die vorübergehende Einführung des 9-Euro-Monatstickets im öffentlichen Personennahverkehr (ÖPNV) begünstigt worden ist (für die Monate Juni, Juli und August). Dies legt auch der ausgeprägte Rückgang bei der unbereinigten Dienstleistungsinflation – von 2,9% im Mai auf „nur“ noch 2,1% im Juni – nahe (saisonbereinigt: -1,2% gg. Vm. nach +0,3% gg. Vm. im Mai), zumal sich auch der Preisauftrieb für Waren (ohne Energie) im Juni weiter beschleunigt hat (saisonbereinigt: +0,9% gg. Vm. bzw. +5,6% gg. Vj. nach +0,7% gg. Vj. bzw. +5,2% gg. Vj. im Mai).

Die Inflation liegt so hoch wie zuletzt in den 1970er Jahren

1

Verbraucherpreisindex, % gg. Vj.



Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank

## Einführung des 9-Euro-Monatstickets dämpft die Kernrate

Die Deutsche Bundesbank hat in ihrem [Monatsbericht vom Juni 2022](#) den unmittelbaren preisdämpfenden Effekt des 9-Euro-Tickets für den HVPI auf ca. 0,5 Prozentpunkte geschätzt, sodass sich für das Gesamtjahr 2022 ein möglicher Abschlag auf die (jahresdurchschnittliche) Inflationsrate von gut 0,1 Prozentpunkten ergeben könnte. Im Umkehrschluss heißt dies aber auch, dass der HVPI im September (aufgrund des Auslaufens des 9-Euro-Tickets) um kräftige 0,5 Prozentpunkte ansteigen dürfte. Dies würde dann wiederum die (jahresdurchschnittliche) Inflationsrate für das Gesamtjahr 2023 um gut 0,1 Prozentpunkte anheben. Vor dem Hintergrund des oben beschriebenen Sondereffekts sind wir der Ansicht, dass der Juni-Rückgang in der Headline- bzw. Kerninflationsrate nicht überbewertet werden sollte. Denn mit Blick auf die Juni-Zahlen dürfte es sich (noch) nicht um einen Wendepunkt, sondern vielmehr um einen vorübergehenden – durch Politikmaßnahmen induzierten – Haltepunkt auf dem Weg zu einer noch wesentlich höheren Inflationsrate handeln.

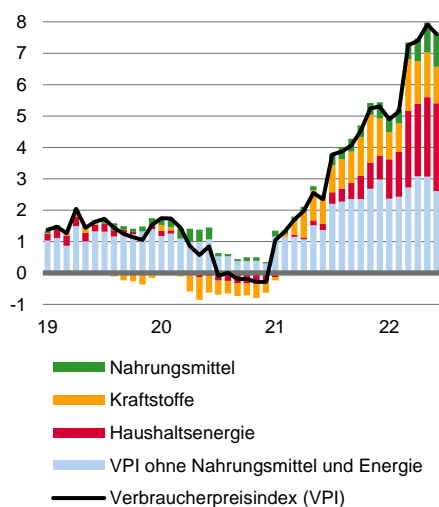
## Gegenläufige Effekte bei Energie: Energiesteuersenkung dämpft Kraftstoffpreise, aber Preise für Haushaltsenergie steigen weiter

Auf Basis der (nicht saisonbereinigten) Inflationsszahlen gab es bei den Energiepreisen – wie von uns erwartet – zwei gegensätzliche Bewegungen. Während sich die Kraftstoffpreise um 3,9% gegenüber dem Vormonat ermäßigten – und sich damit auch die Jahresrate erheblich von 41,0% im Mai auf „nur“ noch 33,2% im Juni reduzierte –, zogen die Preise für Haushaltsenergie in der Summe weiterhin kräftig an (+3,3% gg. Vm. bzw. 40,7% gg. Vj. nach 2,8% bzw. 36,8% im Mai). Vor allem die Preise für Gas und Heizöl (einschließlich Umlage)

Die höheren Energiepreise steuern derzeit rund 50% zur Inflation bei

2

% gg. Vj. bzw. Beiträge in Pp.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank



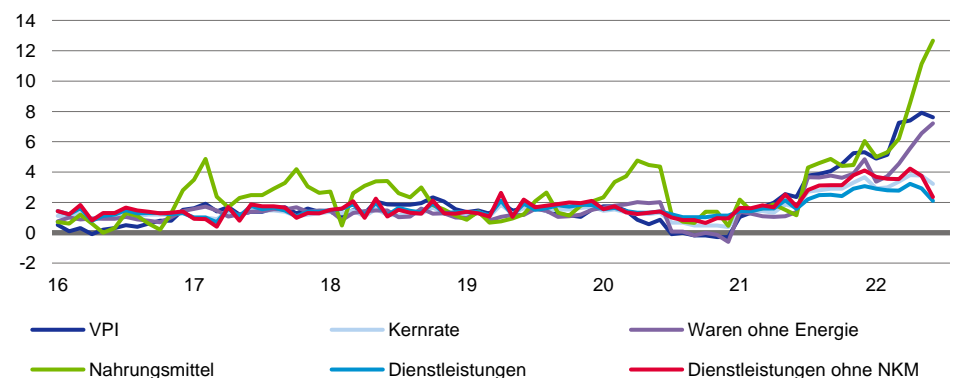
setzen ihren Aufwärtstrend fort und lagen im Vorjahresvergleich nunmehr um 43,0% bzw. 89,1% höher (Mai: 39,1% bzw. 77,2%).

Der Rückgang der Kraftstoffpreise – die Preise für Benzin und Diesel sanken im Vormonatsvergleich um 5,0% bzw. 0,9% – ging dabei wohl überwiegend auf die Senkung der Energiesteuer auf Kraftstoffe (befristete Maßnahmen von Anfang Juni bis Ende August) zurück, die bei einer vollständigen Weitergabe den VPI theoretisch um ca. 0,5 Prozentpunkte gedämpft haben könnte (maximal möglicher Effekt auf die Jahresrate 2022: ca. 0,1 Prozentpunkte). Auch wenn die tatsächliche Preisweitergabe etwas niedriger ausgefallen sein könnte, dürfte die Senkung der Energiesteuer auf Kraftstoffe den VPI womöglich unserer Vermutung nach um 0,2 bis 0,4 Prozentpunkte gedrückt haben. Analog zum 9-Euro-Ticket gilt aber auch hier, dass der VPI im September aufgrund der dann stattfindenden Wiedererhöhung der Energiesteuer auf Kraftstoffe entsprechend ansteigen dürfte (quasi spiegelbildlich zum jetzigen Rückgang). Damit dürfte dann auch die (jahresdurchschnittliche) Inflationsrate im Gesamtjahr 2023 um ca. 0,1 Prozentpunkte höher ausfallen.

Die Dienstleistungspreisinflation ist im Juni dank der Einführung des 9-Euro-Tickets deutlich gesunken

3

% gg. Vj. (nicht saisonbereinigt)



NKM: Nettokaltmiete

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Teuerungsdruck dürfte ab August/September spürbar zunehmen

Auch wenn das Statistische Bundesamt keine genaue Schätzung zu den inflationsdämpfenden Effekten durch die Einführung des 9-Euro-Monatstickets und die zeitweise Absenkung der Energiesteuer auf Kraftstoffe abgegeben hat, betonten die Statistiker, dass die Jahresveränderungsrate des VPI rein rechnerisch auf 8,6% angestiegen wäre, wenn die Preise für Kraftstoffe und den ÖPNV unverändert auf ihren Niveaus von Mai 2022 geblieben wären. Dies legt einen möglichen inflationsdämpfenden Gesamteffekt aus beiden Maßnahmen von ungefähr einem Prozentpunkt nahe.

Im Juli dürfte die vollständige Abschaffung der EEG-Umlage von 3,72 Euro Cent/KWh bei einer vollständigen Preisweitergabe der Energieversorger an die privaten Haushalte den VPI im Monatsvergleich um ca. 0,2 Prozentpunkte drücken (Gesamteffekt auf das Gesamtjahr: ca. 0,1 Prozentpunkte). Berücksichtigt man darüber hinaus noch die dann wegfallende Mehrwertsteuer (auf die EEG-



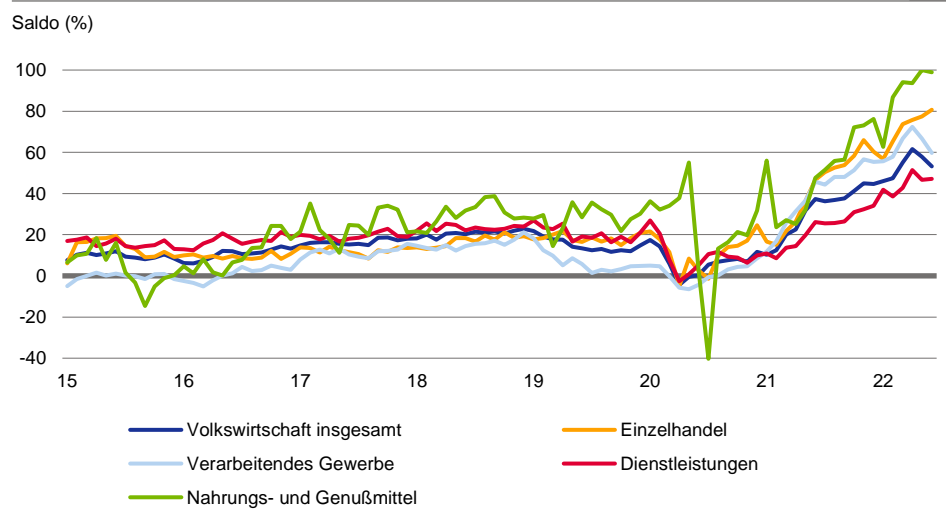
Umlage), könnte sich die Reduktion des VPI sogar auf ca. 0,3 Prozentpunkte belaufen. Allerdings dürfte der tatsächliche Rückgang der VPI-Strompreiskomponente im Juli wohl geringer ausfallen, als es der durch die Abschaffung der EEG-Umlage rechnerisch bedingte Preisrückgang nahelegt, da die allgemeine Preisdynamik bei Strom hoch geblieben sein könnte. Im August bzw. spätestens im September – wenn die temporären Maßnahmen (9-Euro-Ticket, Absenkung der Energiesteuer) auslaufen – dürfte die Inflationsrate unserer Einschätzung nach wieder deutlich anziehen. Aus heutiger Sicht erscheinen uns im Herbst sogar Werte von deutlich über 9% als nicht unwahrscheinlich.

### Neue (höhere) Inflationsprognosen: 8% für 2022 und 6% für 2023

Unserer Meinung nach gibt es noch immer keine überzeugenden Hinweise, die für ein baldiges Abflauen der gegenwärtig hohen Inflation sprechen. So sind die Unternehmen nach wie vor in einem hohen Maße von produktionsbegrenzenden Faktoren (Materialengpässe, Arbeitskräftemangel) betroffen, die das gesamtwirtschaftliche Angebot begrenzen und ergo den Preisdruck (insbesondere bei Gütern) hochhalten. So gab das ifo Institut kürzlich bekannt, dass die Unternehmen mittlerweile davon ausgehen, dass der Materialmangel in der deutschen Industrie noch mindestens weitere zehn Monate anhalten dürfte (Unternehmen erwarten Materialknappheit bis 2023). Die von uns bisher für das zweite Halbjahr 2022 unterstellte Normalisierung bei den Lieferketten dürfte sich damit wohl deutlich ins nächste Jahr verschieben. Zudem dürften die Gewerkschaften – sofern ihnen keine schwere Rezession einen Strich durch die Rechnung macht – zunehmend auf einen dauerhaften Ausgleich des hohen inflationsbedingten Kaufkraftverlustes drängen. So geht z.B. die IG Metall für die rund 3,8 Mio. Beschäftigten in der Metall- und Elektroindustrie mit einer Lohnforderung von 8% in die anstehenden Tariflohnverhandlungen. Zusammen mit der außerordentlichen Anhebung des gesetzlichen Mindestlohnes im Oktober 2022 um 25% binnen Jahresfrist dürften die absehbar höheren Tariflohnabschlüsse das Lohnniveau im Jahr 2023 – und damit auch die Kerninflationsrate – spürbar anheben.

Die ifo-Preiserwartungen liegen nach wie vor auf hohen Niveaus\*

4



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

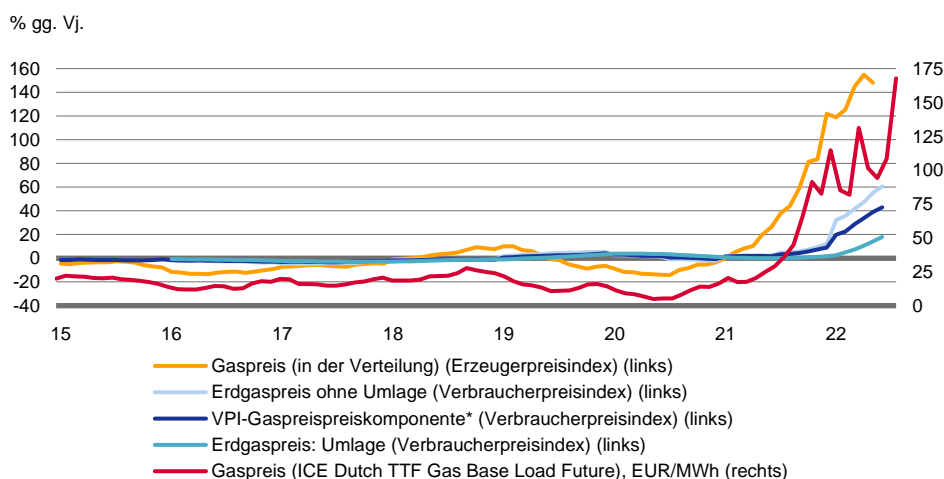
Quellen: ifo, WEFA, Deutsche Bank Research



Darüber hinaus dürften auch die Energiepreise zunächst weiter ansteigen. Auch wenn der ölpreisbedingte Preisdruck bei der VPI-Kraftstoffpreiskomponente über die Zeit automatisch abnehmen dürfte (Stichwort: auslaufende Basisefekte) – sofern es zu keinen weiteren Preissprüngen kommt –, dürfte die allmähliche, zeitverzögerte Preisweitergabe bei Gas und Strom die Jahresteuersatzrate bei der VPI-Haushaltsenergiekomponente noch für eine längere Zeit hoch halten. In diesem Kontext sei die Warnung des Präsidenten der Bundesnetzagentur, Klaus Müller, erwähnt, nach der sich die Gaspreise für die privaten Haushalte womöglich verdoppeln oder sogar verdreifachen könnten. Und zu guter Letzt dürften sich auch die Nahrungsmittelpreise noch ein gutes Stück weiter erhöhen. Dies legen unter anderem auch die Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen im Nahrungs- und Genussmittelsektor (ifo-Umfragewerte für Juni 2022) nahe.

Die VPI-Gaspreise dürften weiterhin kräftig zulegen

5



\* mit Umlage

Quellen: WEFA, Haver Analytics, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Wie schnell sich die gestiegenen Gaspreise an den Großhandelsmärkten in Form von höheren Gaspreisen auf der Ebene der privaten Haushalte niederschlagen werden, dürfte auch maßgeblich von den weiteren politischen Entscheidungen zur Bewältigung der gegenwärtigen Gas-Krise abhängen. Derzeit können die Energieversorger ihre vielfach höheren Einkaufspreise an ihre Kunden (u.a. Stadtwerke) nur zeitverzögert weitergeben (z.B. nach Ablauf der fixierten Vertragslaufzeiten). Vor diesem Hintergrund sind die höheren Gaspreise auch bislang nur in einem relativ begrenzten Umfang bei den privaten Verbrauchern angekommen. Sollte die Regierung jedoch den Energieversorgern fortan erlauben, ihre nunmehr deutlich höheren Einkaufspreise unverzüglich entlang der Lieferketten weiterzugeben, könnten die VPI-Gaspreise wesentlich schneller ansteigen als bislang. Aber auch eine möglicherweise von den privaten Gasverbrauchern (und damit auch den privaten Haushalten) zu tragende und neu zu schaffende Gas-Umlage, die darauf abzielt, die aus der Differenz zwischen höheren Einkaufs- und niedrigeren Abgabepreisen resultierenden Verluste der Energieversorger auszugleichen, könnte den Preisauftrieb bei der VPI-Gaspreiskomponente beschleunigen (eine solche Maßnahme wird derzeit diskutiert).<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Im Gegensatz zu den beiden zuvor genannten Maßnahmen – in denen die höheren Gaspreise mehr oder weniger vollständig auf die privaten Verbraucher überwältzt werden – könnte sich der Staat jedoch auch dazu entscheiden, die betroffenen Energieversorger finanziell zu stützen. Dies



## Auf dem Weg in die Rezession

---

Angesichts dieser Entwicklungen haben wir unsere Jahresdurchschnittsprognosen für die VPI-Inflationsrate (nationale Definition) nochmals auf jetzt 8% für das Jahr 2022 und 6% für das Jahr 2023 nach oben angepasst (von zuvor 7 <sup>3</sup>/<sub>4</sub>% bzw. 5 <sup>1</sup>/<sub>2</sub>%).

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

---

würde zwar den Preisauftrieb bei den VPI-Gaspreisen entsprechend abbremsen, jedoch mit zusätzlichen Kosten für die Steuerzahler verbunden sein.



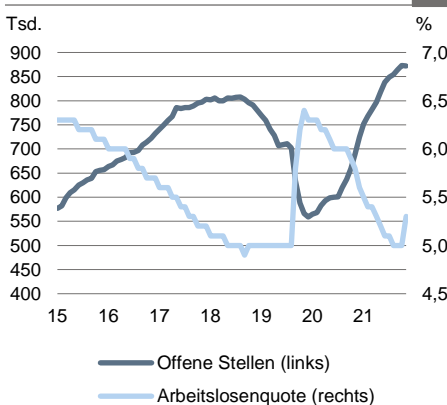


## Sonderfaktor lässt Arbeitslosenzahl steigen. Vor der Lohnrunde türmen sich die Konjunktursorgen

- Seit 1. Juni können ukrainische Flüchtlinge Grundsicherung (SGB II) über die Jobcenter beziehen. Mit dem Transfer in diesen Rechtskreis tauchen sie auch in der Arbeitsmarktstatistik auf. Damit kletterte die Arbeitslosenquote im Juni auf 5,3%. In den kommenden Monaten könnte sich die Arbeitslosenzahl infolge dieses Sonderfaktors um weitere 135.000 Personen erhöhen.
- Während sich die Tarifpartner schon für die kommenden Verhandlungen warmlaufen, könnte die Wirtschaft in schwieriges Fahrwasser geraten. Im laufenden Jahr dürften die Tariflöhne um 3% ansteigen. Die Ergebnisse der Verhandlungsrunde im Herbst werden sich großteils im Jahr 2023 auswirken. Die Tariflöhne dürften dann um mindestens 4 ½% zulegen.

### Grundsicherung für ukrainische Flüchtlinge möglich – Arbeitsmarktprognose angepasst

Sonderfaktor treibt Arbeitslosenquote im Juni, offene Stellen knapp unter Rekord



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Verursacht durch den Krieg in der Ukraine haben sich bis Ende Mai nach Angaben des Bundesamtes für Migration und Flüchtlinge etwa 966.000 Staatsangehörige aus der Ukraine in Deutschland registriert. Davon sind rund 612.000 Personen im Alter von 15-65 Jahren. Seit 1. Juni können diese Flüchtlinge nun Leistungen aus der Grundsicherung für Arbeitssuchende nach SGB II beziehen<sup>10</sup>. Der Wechsel in die Betreuung durch die Jobcenter schlägt sich auch in der Arbeitsmarktstatistik nieder. Infolge dieses Sonderfaktors stieg die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl im Juni auf 2,42 Mio. (+133.000 gg. Vm.). Die Arbeitslosenquote kletterte auf 5,3% (Mai: 5,0%). Von den bislang als erwerbsfähig gemeldeten Ukrainern (rund 267.000) waren im Juni rund 125.000 Personen (+111.000 gg. Vm.) arbeitslos gemeldet. Somit tauchen bislang weniger als die Hälfte der ukrainischen Flüchtlinge im arbeitsfähigen Alter in den in den Arbeitslosenzahlen auf. Daher sind in den kommenden Monaten weitere Meldungen in den Jobcentern zu erwarten, die dann auch die Arbeitslosenzahl weiter ansteigen lassen.

Gleichwohl dürfte es kein 1:1-Effekt sein, da ein Teil der Flüchtlinge aufgrund von Schul-, Aus- und Weiterbildung sowie insbesondere durch Kinderbetreuung nicht für die Arbeitsvermittlung zur Verfügung (d.h. auch nicht arbeitslos) stehen dürfte. Ausgehend vom Status quo könnten die Meldungen für den Leistungsbezug bei den Jobcentern zumindest auf gut 550.000 ansteigen. Bleibt der Anteil der Arbeitslosenmeldungen auf dem Stand vom Juni (47%), könnte das die Arbeitslosenzahl in den kommenden drei Monaten um etwa 135.000 Personen ansteigen lassen. In diesem Fall dürfte die jahresdurchschnittliche Arbeitslosenquote in Deutschland im laufenden Jahr nur auf 5,3% (2021: 5,7%) sinken. Bislang wurde ein Rückgang auf 5,0% erwartet. Konjunkturell könnte die positive Grunddynamik am Arbeitsmarkt im Jahr 2023 temporär Gegenwind bekommen und unter anderem auch die Absorption der Flüchtlinge bremsen. In Kombination mit dem Basiseffekt des Vorjahres ist ein Anstieg der Arbeitslosenquote auf 5,5% zu erwarten.

Im Konjunkturzyklus ist der Arbeitsmarkt ein nachlaufender Indikator. Wenn die Gaslieferungen aus Russland weiterhin stark reduziert werden oder es sogar zu

<sup>10</sup> Damit soll ermöglicht werden, dass Personen, die aus der Ukraine geflohen sind und den vorübergehenden Schutzstatus nach § 24 des Aufenthaltsgesetzes beantragt oder erhalten haben, ab Juni 2022 keine Leistungen nach dem Asylbewerberleistungsgesetz beziehen. Stattdessen wechseln sie in den Geltungsbereich des Sozialgesetzbuches II (SGBII, Grundsicherung für Arbeitssuchende) bzw. des Sozialgesetzbuches XII (Sozialhilfe). Damit haben sie Anspruch auf die regulären Sozialleistungen anstelle der gekürzten Leistungen nach dem Asylbewerberleistungsgesetz.



einer Unterbrechung im Winter 2022/23 kommt, ist ein starker Anstieg der Kurzarbeit (3-4 Millionen) in den betroffenen Sektoren zu erwarten.

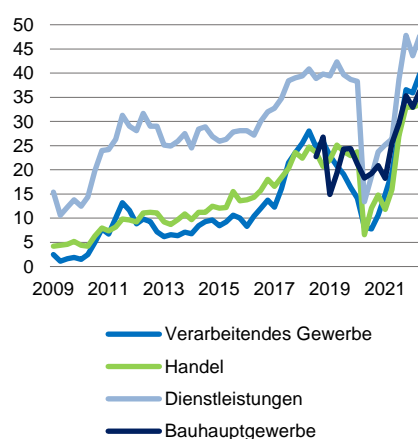
### Vor der Lohnrunde im Herbst türmen sich Konjunktursorgen

Die IG Metall hat ihre Lohnforderungen für die etwa 3,8 Mio. Tarifbeschäftigten der Metall- und Elektroindustrie (M+E, September) sowie für rund 125.000 Arbeitnehmer der Volkswagenwerke (November) auf 8% hochgeschraubt. Ab Oktober sollen auch die Verhandlungen in der chemisch-pharmazeutischen Industrie fortgesetzt werden. Im Frühjahr einigten sich die Tarifpartner auf eine „Brückenzahlung von EUR 1.400 im Mai. Im Dezember läuft dann der Tarifvertrag im Öffentlichen Dienst von Bund und Gemeinden (rd. 2,7 Mio.) aus. Bislang liegen für beide Gruppen noch keine aktuellen Forderungen vor. Angesichts der inflationsbedingten Kaufkraftverluste dürften sie sich aber an denen anderer Branchen orientieren und bei 7 bis 8% liegen.

Fachkräftemangel auf Höchststand

2

Anteil der Unternehmern, %



Quellen: ifo, KfW

Tarifverhandlungen in ausgewählten\* Branchen

3

Tarifbereich	Kündigungstermin	Beschäftigte
Metall- und Elektroindustrie	30.09.2022	3.812.900
Chemische Industrie (fortgesetzt vom April)	01.10.2022	581.000
Privates Verkehrsgewerbe (Bayern)	30.11.2022	132.500
Volkswagen AG	30.11.2022	102.000
Öffentlicher Dienst (Bund, Gemeinden)	31.12.2022	2.712.000
Zeitarbeit/Leiharbeit	31.12.2022	835.000
Bewachungsgewerbe (o. Sonderbereiche, versch. Regionen)	31.12.2022	151.900
Deutsche Post AG	31.12.2022	140.000
Groß- und Außenhandel (NRW)	30.04.2023	310.000
Einzelhandel (NRW)	30.06.2023	510.000
Öffentlicher Dienst (Länder o. Hessen)	30.09.2023	1.100.000

\*Verhandlungen für mehr als 100.000 tariflich gebundene Beschäftigte

Quellen: WSI-Tarifarchiv, Deutsche Bank Research

Einen Vorgeschmack auf die zu erwartenden Ergebnisse vermitteln die jüngsten Tarifabschlüsse kleinerer Beschäftigungsgruppen. Für die Stahlindustrie forderte die IG Metall 8,2% Lohnsteigerung. Der Abschluss von 6 ½% (jährliche Steigerung von ca. 4 ½%) lässt auch für M+E eine Steigerung von mindestens 5% erwarten.

Demgegenüber könnte die von uns erwartete Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen vor allem die Unternehmen in der Metallherzeugung und in der chemischen Industrie belasten. Wenngleich die Arbeitnehmerseite vorwiegend auf eine Beteiligung an den bereits erwirtschafteten Gewinnen pocht, dürfte die spürbare Eintrübung der Geschäftsaussichten für die Arbeitgeberseite Anlass genug sein, erst einmal mit einem zurückhaltenden Angebot in die Verhandlungen zu gehen.

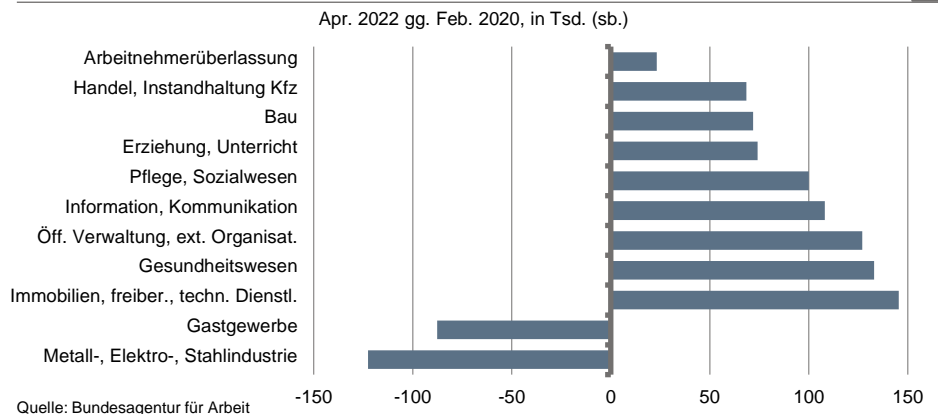
In der Metall- und Elektroindustrie wäre auch eine Brückenlösung denkbar, ähnlich wie in der chemisch-pharmazeutischen Industrie. Die Verhandlungen könnten dann im Frühjahr 2023 fortgesetzt werden. Allerdings zeigt gerade dieses Beispiel, wie sich die wirtschaftliche Lage während einer solchen Phase auch weiter verschlechtern kann. Vor diesem Hintergrund sind schwierige Verhandlungen zu erwarten. Darüber hinaus forderten bereits einige Gewerkschaftsvertreter (z.B. IG Metall) weitere staatliche Hilfen, da sie zu erkennen scheinen, dass ein Inflationsausgleich nicht allein durch Tarifverträge erreicht werden



kann. Dem „Corona-Bonus“ folgend wären erneute steuerliche Anreize für Einmalzahlungen denkbar, wenngleich entsprechende Planungen kürzlich zurückgewiesen wurden (ARD-Sommerinterview mit Bundeskanzler Scholz, 3. Juli). Zumindest dürfte der verbreitete Fachkräftemangel (Q2: 44% der Unternehmen betroffen) den Gewerkschaften in dieser Tarifrunde einige Verhandlungsmacht geben. Der Wandel in der Beschäftigungsstruktur im Verlauf der Pandemie verschärfte die Knappheiten in einigen Branchen zusätzlich.

Strukturveränderung der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung während der Pandemie

4



## Tariflohnentwicklung 2022 und 2023

In der ersten Jahreshälfte 2022 wurde die Lohnentwicklung vor allem von Einmalzahlungen bestimmt. Großen Einfluss auf die monatliche Entwicklung der Tarifverdienste im Vorjahresvergleich hatten M+E (Februar: 18,4% eines Monatsgehaltes), der Öffentliche Dienst der Bundesländer (März: EUR 1.300) und die „Brückenzahlung“ in der chemischen Industrie (Mai: EUR: 1.400). Dieser Faktor wird sich auch in H2 auswirken. Zum 1. Juli 2022 wird in der M+E das „Tarifliche Zusatzentgelt“ (T-ZUG A) in Höhe von 27 ½% eines Monatsentgelts sowie ein Pauschalbetrag von EUR 398,58 gezahlt.

Da die im laufenden Jahr noch ausstehenden Verhandlungen großer Tarifgruppen erst im Herbst beginnen, werden sich diese Abschlüsse hauptsächlich im kommenden Jahr auswirken. Im Jahr 2022 dürften die Tarifverdienste um etwa 3% ansteigen. Im folgenden Jahr könnten sie dann aber mindestens 4 ½% zulegen (höchster Zuwachs seit 1995. In einigen Branchen (siehe oben) könnten die Zuwächse durchaus kräftiger ausfallen. Andererseits wird der gesamtwirtschaftliche Durchschnitt noch von bereits in im Jahr 2020 geschlossenen Vereinbarungen (Bauhauptgewerbe, Öffentlicher Dienst der Bundesländer) gedämpft werden.

Abgesehen davon wird das gesamtwirtschaftliche Lohnwachstum durch die Mindestloohnerhöhungen im Jahr 2022 getrieben (Januar: EUR: 9,82 pro Stunde (+2,3%), Juli: EUR 10,45 (+6,4%), Oktober: EUR 12 (+14,8%)) sowie durch den Rückgang der Kurzarbeit in H1. Die Anhebung des Mindestlohns dürfte den Lohndruck in den darüberliegenden Tarifgruppen erhöhen. Das Verhandlungsergebnis im Gebäudereiniger-Handwerk ist ein erstes Beispiel dafür. Da die Einstiegslöhne weiterhin deutlich über dem gesetzlichen Mindestlohn liegen sollen, werden sie dort zum 1. Oktober auf 13,50 Euro (+11,2%) angehoben.

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



## Staatsfinanzen: Gas-Krise gefährdet geplante Rückkehr zur Schuldenbremse ab dem Jahr 2023

- Auf der Grundlage des Haushaltsentwurfs 2023 und des Finanzplans bis 2026 muss der Bund seine Nettokreditaufnahme drastisch reduzieren. Die angestrebte Rückkehr zur Schuldenbremse erfordert eine Kombination aus Ausgabendisziplin, robustem Einnahmenwachstum und einem vollständigen Verzehr der allgemeinen Rücklage in Höhe von EUR 48,2 Mrd. (ca. 1,3% des BIP im Jahr 2021). Auch wenn der geplante Rückgang bei der Nettokreditaufnahme erheblich ist, sollte er nicht mit einer allzu abrupten und strikten Konsolidierung verwechselt werden. Dies liegt auch daran, dass zukünftig große Teile der Bundesausgaben außerhalb des Kernhaushalts getätigt werden.
- Angesichts der wirtschaftlichen Eintrübung ist es zunehmend ungewiss geworden, dass die Regierung wie geplant im nächsten Jahr zur Schuldenbremse zurückkehren kann. Denn die sich abzeichnende Gas-Krise, die weiter steigende Inflation und die von uns erwartete Rezession werden die Staatsfinanzen aller Voraussicht nach erheblich belasten.
- Da der Spielraum für die Finanzierung weiterer fiskalischer Entlastungsmaßnahmen begrenzt ist, dürfte die Regierung zunächst auf die Umsetzung der fiskalischen Entlastungspakete vom Februar/März (Volumen von ca. EUR 30 Mrd. bzw. 0,8% des für 2022 prognostizierten BIP) verweisen. Dennoch wird der politische Druck, weitere Entlastungsschritte vorzunehmen, in den kommenden Wochen und Monaten zunehmen.
- Für die Regierung wird es ein schwieriger Balanceakt sein, einerseits die Wirtschaft zu stabilisieren und andererseits die fiskalische Nachhaltigkeit nicht aus den Augen zu verlieren. Aus diesem Grund wird der Staat die energiebedingten Mehrausgaben der privaten Haushalte und Unternehmen auch nicht vollständig bzw. dauerhaft ausgleichen können.

### Haushaltsentwurf 2023: Die Bundesregierung will die Nettokreditaufnahme auf „nur“ noch EUR 17,2 Mrd. drücken

Am 1. Juli 2022 hat die Bundesregierung den Regierungsentwurf für den Bundeshaushalt 2023 sowie den aktualisierten Finanzplan bis zum Jahr 2026 vorgelegt (siehe auch [Pressemitteilung des Bundesfinanzministeriums](#)). Wie erwartet hat Finanzminister Christian Lindner (FDP) an seinem Versprechen festgehalten, die Bundesfinanzen ab dem nächsten Jahr wieder in Einklang mit den verfassungsrechtlichen Vorgaben der Schuldenbremse zu bringen. Allerdings wird die geplante Rückkehr zur Schuldenbremse von den beiden anderen Koalitionspartnern SPD und Grünen angesichts der sich abzeichnenden Gas-Krise, welche die (Energiepreis-) Inflation noch weiter anheizen könnte, zunehmend infrage gestellt.

Um die Schuldenregel ab dem Jahr 2023 wieder einhalten zu können, muss der Bund seine Nettokreditaufnahme im Kernhaushalt (Bundeshaushalt ohne Sondervermögen bzw. „Schattenhaushalte“) deutlich reduzieren.<sup>11</sup> Konkret muss er seine zugrunde liegende (strukturelle) Nettokreditaufnahme auf die Obergrenze von „nur“ 0,35% des nominalen BIP (rund EUR 12 ½ Mrd.) drücken.<sup>12</sup> Dafür

<sup>11</sup> Im Jahr 2022 wird die Schuldenbremse durch die fortgesetzte Aktivierung der Ausnahmeklausel das dritte Jahr in Folge ausgesetzt bleiben.

<sup>12</sup> Die Höhe der strukturellen Nettokreditaufnahme ergibt sich aus der Nettokreditaufnahme des Bundes, bereinigt um a) die Auswirkungen der konjunkturellen Entwicklungen auf den Bundeshaushalt (Konjunkturkomponente) und b) etwaige Finanztransaktionen, die in die Haushaltsplanungen mit einfließen (aber das Nettovermögen des Bundes nicht beeinflussen).

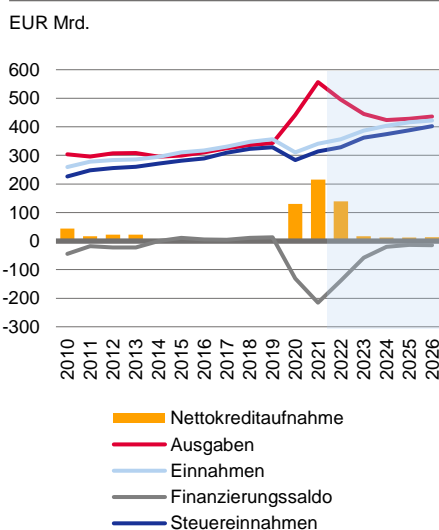


muss die Bundesregierung die Nettokreditaufnahme deutlich senken: von einem noch immer außergewöhnlich hohen Soll-Wert von EUR 138,9 Mrd. (ca. 3,6% des BIP) im Jahr 2022 auf „nur“ noch EUR 17,2 Mrd. im Jahr 2023 (ca. 0,4% des prognostizierten BIP). Im anschließenden Finanzplanungszeitraum von 2024 bis 2026 muss die Nettokreditaufnahme nach der überarbeiteten mittelfristigen Finanzplanung weiter auf „nur noch“ EUR 12,3 Mrd. (2024), EUR 12,8 Mrd. (2025) und EUR 13,8 Mrd. (2026) zurückgehen.

### Die Rückkehr zur Schuldenbremse erfordert Ausgabendisziplin, ein robustes Einnahmenwachstum ...

Haushalts- und Finanzplanung des Bundes (Kernhaushalt)

1



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Um die oben beschriebene Haushaltsverbesserung zu erreichen, müssen die Bundesaussgaben in den kommenden Jahren deutlich reduziert werden. Zunächst müssen sie auf „nur noch“ EUR 445,2 Mrd. (-10,2%) im Jahr 2023 und EUR 423,7 Mrd. (-4,8%) im Jahr 2024 sinken, ehe sie wieder moderat auf EUR 428,6 Mrd. (+1,2%) im Jahr 2025 und EUR 436,3 Mrd. (+1,8%) im Jahr 2026 wachsen dürfen. Zum Vergleich: Auf Basis des im Juni verabschiedeten Haushaltsgesetzes sollen die Bundesaussgaben bereits im Jahr 2022 auf „nur noch“ EUR 495,8 Mrd. (-10,9%) sinken (ausgehend von einem Rekordhoch von EUR 556,6 Mrd. im Jahr 2021). Der angestrebte starke Rückgang wird allerdings auch maßgeblich davon begünstigt, dass die umfangreichen pandemiebedingten Mehrausgaben zum Ende des ersten Halbjahres 2022 entfallen sind.<sup>13</sup> Dies zeigt sich unter anderem auch in den von der Regierung gewährten nicht rückzahlbaren Zuschüssen an Unternehmen („Corona-Unternehmenshilfen“). Dieser Ausgabenposten dürfte bereits im gesamten Haushaltsjahr 2022 „nur noch“ EUR 12 Mrd. (ca. 0,3% vom für 2022 prognostizierten BIP) betragen (siehe auch die Analyse zum Bundeshaushalt 2022 des Bundesrechnungshofes (Stand: April 2022)), was deutlich weniger wäre als die ca. EUR 48,6 Mrd. im Jahr 2021 (ca. 1,4% vom BIP des Jahres 2021) (siehe auch Monatsbericht Januar 2022 des Bundesfinanzministeriums). Dies allein dürfte die Haushaltslage schon um rund 1,1 Prozentpunkte des BIP verbessern.<sup>14</sup>

### ... und eine vollständige Aufzehrung der allgemeinen Rücklage

Neben den deutlich niedrigeren Ausgaben hängt die geplante Rückkehr zur Schuldenbremse auch entscheidend davon ab, dass das starke Einnahmenwachstum anhält (zumindest anfänglich). Konkret rechnet die Bundesregierung mit einem Anstieg der Einnahmen auf EUR 387,3 Mrd. (+8,6%) im Jahr 2023, EUR 403,5 Mrd. (+4,2%) im Jahr 2024, EUR 415,6 Mrd. (+3,0%) im Jahr 2025 und EUR 422,3 Mrd. (+1,6%) im Jahr 2026. Zum Vergleich: Bereits im Haushaltsjahr 2022 dürften die Bundeseinnahmen wieder das Vor-Pandemieniveau von EUR 356,5 Mrd. aus dem Jahr 2019 übersteigen. So wird konkret erwartet, dass die Einnahmen in diesem Jahr auf EUR 356,7 Mrd. ansteigen (ausgehend von EUR 341 Mrd. im Jahr 2021; +4,6%).

Unserer Einschätzung nach dürfte zunächst auch der starke Anstieg der Inflation zum hohen Wachstum der Bundeseinnahmen beitragen. Nach unseren vorläufigen Überschlagsrechnungen könnte ein Anstieg der Inflationsrate um einen

<sup>13</sup> Während der Großteil der pandemiebedingten Sonderregelungen bereits zum 30. Juni 2022 ausgelaufen ist, wurden jedoch die erleichterten Zugangsvoraussetzungen für die Inanspruchnahme von Kurzarbeit noch einmal bis zum 30. September 2022 verlängert (siehe Pressemitteilung des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales).

<sup>14</sup> Zwischen Januar und Mai 2022 beliefen sich die Ausgaben des Bundes für die „Corona-Unternehmenshilfen“ sogar lediglich auf EUR 6,5 Mrd., was einem deutlichen Rückgang gegenüber dem Vergleichswert von EUR 18,8 Mrd. aus dem entsprechenden Vorjahreszeitraum entspricht (vgl. Monatsbericht Juni 2022 des Bundesfinanzministeriums).



vollen Prozentpunkt schließlich zu (gesamtstaatlichen) Mehrwertsteuer-Mehreinnahmen von rund EUR 1,9 Mrd. führen.<sup>15</sup>

Letztlich würden die oben genannten Ausgaben- und Einnahmenziele des Bundes im Kernhaushalt zu Finanzierungsdefiziten von rund EUR 58 Mrd. (ca. 1,5% des prognostizierten BIP) (2023), EUR 20 Mrd. (0,5%) (2024), EUR 13 Mrd. (0,3%) (2025) und EUR 14 Mrd. (0,3%) (2026) führen (Defizitbetrachtung im Rahmen der Finanzstatistik). Damit wären die prognostizierten Finanzierungsdefizite für den Bund jedoch insbesondere in den Jahren 2023 und 2024 noch immer zu hoch, um die Nettokreditaufnahme mit den verfassungsrechtlichen Vorgaben in Einklang zu bringen. Um den Nettokreditfinanzierungsbedarf dennoch auf ein Niveau senken zu können, das mit der Schuldenbremse vereinbar ist, muss die Regierung ihre beträchtliche allgemeine Rücklage in Höhe von EUR 48,2 Mrd. (ca. 1,3% des BIP aus dem Jahr 2021) nunmehr vollständig einsetzen. Konkret ist ein Mitteleinsatz von EUR 40,5 Mrd. im Jahr 2023 (ca. 1% des prognostizierten BIP) und bzw. von EUR 7,7 Mrd. im Jahr 2024 (ca. 0,2% des BIP) vorgesehen.<sup>16</sup>

Dank der Inanspruchnahme der allgemeinen Rücklage – und angesichts der Tatsache, dass rund EUR 7,3 Mrd. der für 2023 geplanten Bundesausgaben auf sogenannte Finanztransaktionen zurückzuführen sind – wird der Bund seine strukturelle Nettokreditaufnahme bis zum Jahr 2023 auf die verfassungsrechtlich gebotene Schuldenobergrenze drücken können.<sup>17</sup>

### Die nötigen Haushaltsanpassungen fallen nicht ganz so drastisch aus wie sie auf den ersten Blick erscheinen

Obwohl die geplante Senkung der Nettokreditaufnahme erheblich ist, sollte sie nicht mit einer allzu abrupten und strengen Haushaltskonsolidierung verwechselt werden. Diese Einschätzung trifft zuallererst deshalb zu, weil ein nicht unerheblicher Teil der avisierten Haushaltsverbesserungen auf „automatische“ Ausgabenkürzungen<sup>18</sup> und kräftig sprudelnde Steuereinnahmen zurückgeführt werden kann. So dürften die Steuereinnahmen den Prognosen zufolge bereits im nächsten Jahr das Vor-Pandemie-Niveau um gut 10% übersteigen. Zweitens wird es wie oben erwähnt im Haushaltsjahr 2023 noch immer eine erhebliche Diskrepanz zwischen Nettokreditaufnahme (EUR 17,2 Mrd.) und Finanzierungsdefizit (EUR 57,9 Mrd. bzw. ca. 1,5% des für 2023 prognostizierten BIP) geben. Auch wenn die erste Kennziffer für die Einhaltung der Schuldenbremse entscheidend ist, spiegelt die zweite Größe die tatsächliche Haushaltsentwicklung des Bundes deutlich besser wider. Letztlich soll diese temporäre Lücke durch die Inanspruchnahme der allgemeinen Rücklage geschlossen werden.

<sup>15</sup> Im Jahr 2021 beliefen sich die Mehrwertsteuereinnahmen auf rund EUR 188 Mrd. oder ca. 5,3% des BIP aus dem Jahr 2021.

<sup>16</sup> Die allgemeine Rücklage, bei der es sich um den kumulierten Betrag nicht genutzter Kreditaufnahmeermächtigungen aus früheren Haushaltsjahren (mit Budgetüberschüssen) handelt, kann als wichtige Finanzierungsquelle außerhalb der Buchungsregelungen der Schuldenbremse genutzt werden. Auch wenn die Beanspruchung der allgemeinen Rücklage in den Nutzungsjahren nicht mehr als Nettokreditaufnahme im Rahmen der verfassungsrechtlichen Schuldenbremse gewertet wird, lässt sie dennoch die tatsächliche Nettokreditmarktaufnahme des Bundes – und damit auch die Bundesschulden – steigen.

<sup>17</sup> Diese finanziellen Transaktionen beinhalten ein Bundesdarlehen an die RST-Stiftung des Internationalen Währungsfonds (IWF) (EUR 6,3 Mrd.) und einen Kredit an den Gesundheitsfonds in der Gesetzlichen Krankenversicherung (EUR 1,0 Mrd.).

<sup>18</sup> Dabei sinken die Bundesausgaben alleine dadurch, dass die pandemiebedingten Mehraufwendungen des Bundes entfallen.



## Erhebliche Ausgaben werden künftig außerhalb des Kernhaushalts getätigt

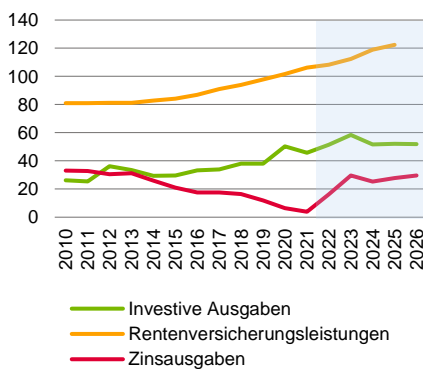
Und drittens verfügt der Bund über erhebliche Rücklagen, die er in den verschiedenen Sondervermögen bzw. Extrahaushalten angehäuft hat. Diese Finanzpuffer stellen letztlich zusätzliche Ausgabenspielräume dar, über die der Bund in den kommenden Jahren außerhalb seines Kernhaushalts bzw. der Schuldenbremse verfügen kann. Laut einer Übersichtstabelle auf Seite 79 im Monatsbericht Mai 2022 der Deutschen Bundesbank beliefen sich die Rücklagen in den diversen Sondervermögen des Bundes zum Ende des Jahres 2021 auf hohe EUR 112,2 Mrd. (also mehr als 3% des BIP des Jahres 2021). Darüber hinaus verfügt die Bundesregierung mit Blick auf das neu geschaffene Bundeswehr-Sondervermögen noch über ein weiteres Kreditvolumen von bis zu EUR 100 Mrd. (ca. 2,6% des für 2022 prognostizierten BIP).<sup>19</sup> Somit verfügt der Bund in seinen Sondervermögen insgesamt über zusätzliche Finanzpuffer von rund EUR 212 Mrd. (d.h. fast weitere 6% des BIP des Jahres 2021). Bei einer gleichmäßigen Nutzung dieses zusätzlichen Ausgabenspielraums über die nächsten fünf Haushaltsjahre (2022-26) könnte er sein Finanzierungsdefizit pro Haushaltsjahr um weitere rund EUR 40 Mrd. (oder ca. 1% des BIP) erhöhen (im Vergleich zu den Planwerten für das Finanzierungsdefizit im Kernhaushalt).

Wie viel der Bund von diesen Mitteln konkret in den einzelnen Haushaltsjahren ausgeben wird, bleibt abzuwarten. Laut dem Monatsbericht der Deutschen Bundesbank für Mai 2022 könnte er jedoch bereits in diesem Jahr knapp EUR 11,9 Mrd. (ca. 0,3% des prognostizierten BIP) von den in seinen Sondervermögen gehaltenen Rücklagen aufbrauchen.<sup>20</sup> Aus dem Bundeswehr-Sondervermögen will die Regierung zudem im nächsten Jahr einen Betrag von EUR 8,5 Mrd. (0,2% des prognostizierten BIP) entnehmen, um die im Kernhaushalt budgetierten Verteidigungsausgaben in Höhe von EUR 50,1 Mrd. auf ein Gesamtniveau von EUR 58,6 Mrd. (ca. 1,5 % des prognostizierten BIP) zu steigern (siehe weitere Informationen zum Haushaltsentwurf 2023 des Bundesfinanzministeriums).

Die Zinsausgaben des Bundes dürften deutlich steigen

2

EUR Mrd.



Die Zahlen beziehen sich auf den Kernhaushalt des Bundes.

Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

## Drohende Gas-Krise, steigende Inflation und aufziehende Rezession dürften die Staatsfinanzen unter erheblichen Druck setzen

Trotz der enormen Rücklagen des Bundes im Kernhaushalt (und insbesondere auf Ebene der Sondervermögen) ist es zunehmend ungewiss geworden, dass die Regierung auch tatsächlich wie geplant im nächsten Jahr zur Schuldenbremse zurückkehren kann. Denn die sich abzeichnende Gas-Krise, die stark steigende (Energiepreis-) Inflation und die von uns erwartete Rezession dürften die Staatsfinanzen in den kommenden 1 ½ Jahren voraussichtlich erheblich belasten – wenngleich auf der anderen Seite aufgrund des inflationsbedingten Anstiegs bei den Staatseinnahmen zumindest ein gewisser Zusatzspielraum für weitere Entlastungsmaßnahmen entstehen dürfte.

Obwohl das Wirken der automatischen Stabilisatoren (höheres Arbeitslosengeld, sinkende Steuereinnahmen und Sozialabgaben) in der Schuldenregel ausdrücklich über die Konjunkturkomponente berücksichtigt wird – und damit eine schwächere Wirtschaftstätigkeit das Ziel, zur Schuldenbremse zurückzukehren,

<sup>19</sup> Dieser Betrag soll in den kommenden Haushaltsjahren schrittweise eingesetzt werden, um die im Kernhaushalt budgetierten Verteidigungsausgaben auf das NATO-Ausgabenziel von 2% des BIP zu erhöhen. Die Ausgaben aus diesem kreditfinanzierten Sondervermögen werden jedoch nicht auf die Schuldenbremse angerechnet. Um diese Finanzierungsströme von der Schuldenbremse auszuklammern, hat die Bundesregierung mit Unterstützung der oppositionellen CDU/CSU eine entsprechende Grundgesetzänderung vorgenommen.

<sup>20</sup> Dieser Wert bezieht sich nur auf die zuvor für die Schuldenbremse „relevanten“ Sondervermögen des Bundes, d.h. beinhaltet nicht das neu geschaffene Bundeswehr-Sondervermögen. Die entsprechende Zahl für 2023 wurde unseres Wissens von der Bundesregierung noch nicht veröffentlicht.



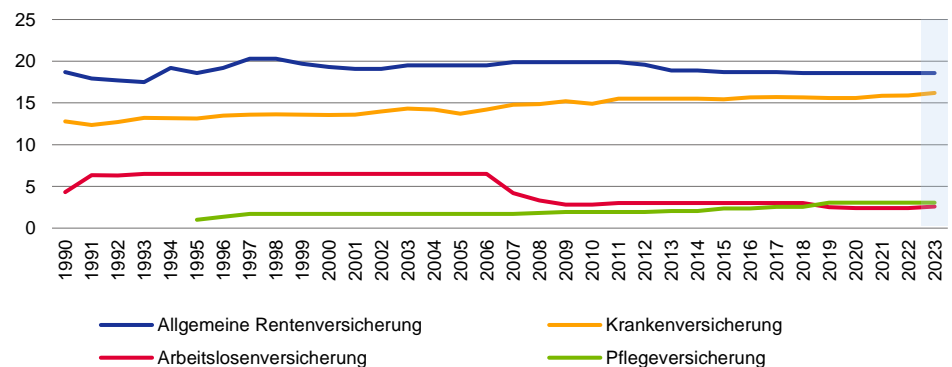
grundsätzlich nicht gefährden würde –, müssten weitere diskretionäre Entlastungsmaßnahmen (wie z.B. etwaige aus dem Haushalt bereitgestellte Finanzhilfen für angeschlagene Unternehmen und/oder neue Hilfszahlungen an Privathaushalte zur Abfederung der gestiegenen Energiepreise) im Kernhaushalt über entsprechende Einnahmeerhöhungen und/oder Ausgabenkürzungen gegenfinanziert werden.

Unserer Einschätzung nach könnte der Staatshaushalt jedoch nicht nur alleine aufgrund der wachsenden sozialen/wirtschaftlichen Kosten der steigenden Energiepreise unter Druck geraten. Denn auch der Anstieg der Marktzinsen dürfte den Bundeshaushalt belasten: So drohen laut einer aktuellen Einschätzung des Bundesfinanzministeriums alleine die Zinsausgaben des Bundes von „nur“ EUR 3,9 Mrd. im Jahr 2021 auf EUR 16,3 Mrd. im Jahr 2022 und EUR 29,6 Mrd. im Jahr 2023 anzusteigen (siehe [FAZ-Artikel vom 21. Juni 2022](#)). Darüber hinaus dürften auch die steigenden Finanzlücken in den Sozialversicherungskassen den Bund dazu zwingen, entweder die Bundeszuschüsse und/oder die von den Arbeitnehmern und Arbeitgebern zu tragenden Sozialversicherungsbeiträge künftig weiter deutlich anzuheben. Angesichts des wachsenden Kostendrucks soll bereits im Jahr 2023 der Zusatzbeitragssatz zur Gesetzlichen Krankenversicherung (GKV) um 0,3 Prozentpunkte angehoben werden. Dieser Schritt wird notwendig, um das auf EUR 17 Mrd. (ca. 0,4% des prognostizierten BIP) bezifferte Finanzierungsdefizit in der GKV zu schließen.<sup>21</sup>

Die Beitragssätze zur Gesetzlichen Sozialversicherung steigen im Jahr 2023

3

% Bruttoarbeitsentgelt



Krankenversicherung (GKV): Allgemeiner und durchschnittlicher Zusatzbeitragssatz. Pflegeversicherung (SPV): Beitragssatz für Arbeitnehmer mit Kindern. Beitragssätze: Jahresdurchschnittswerte.

Quellen: Deutsche Rentenversicherung, Deutsche Bank Research

## Begrenzter haushaltspolitischer Spielraum für weitere Entlastungsmaßnahmen

Mit Blick auf die Budgetplanungen für den Kernhaushalt des Bundes scheint es nur einen begrenzten Spielraum für die Finanzierung eines weiteren fiskalischen Entlastungspakets zu geben – zumindest unter der Maßgabe, dass die Regierung weiter an ihrem Ziel festhält, die Schuldenbremse ab dem Jahr 2023 wieder einzuhalten. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt gehen wir davon aus, dass die Regierung das vorgenannte Ziel nur dann aufgeben würde, wenn es zu einer tiefgreifenden Gas-Krise käme, die unserer Einschätzung nach bei einer vollständigen und dauerhaften Unterbrechung russischer Gaslieferungen nach Deutschland entstehen würde. Denn in einem solchen Schock-Szenario dürfte

<sup>21</sup> Infolgedessen wird der Gesamtbeitragssatz zur Sozialversicherung (für die Gesetzliche Renten-, Kranken-, Pflege- und Arbeitslosenversicherung) im Jahr 2023 spürbar über die 40%-Marke klettern.





die deutsche Volkswirtschaft in eine noch wesentlich schwerere Rezession abgleiten und die Verbraucherpreisinflation noch weiter nach oben schießen (jeweils im Vergleich zu unseren Prognosen im Basis-Szenario).

Positiv bleibt jedoch festzuhalten, dass die Bundesregierung in ihrer aktuellen Haushaltsplanung sowohl auf der Ausgaben- als auch auf der Einnahmenseite eine gewisse finanzpolitische Vorsorge getroffen hat. Mit Blick auf den Haushaltsentwurf 2023 verfügt sie alleine auf der Ausgabenseite über einen Vorsorgepuffer von rund EUR 12,6 Mrd. (ca. 0,3% des prognostizierten BIP). Dieser speist sich konkret aus zwei Vorsorgepositionen – die im Zusammenhang mit der Sicherheit in der Energieversorgung (EUR 5,4 Mrd.) und der pandemiebedingten Impfstoffbeschaffung (EUR 2,2 Mrd.) stehen – sowie einer globalen Krisenvorsorge von EUR 5 Mrd. (siehe [Pressemitteilung des Bundesfinanzministeriums](#)). Auf der Einnahmenseite hat die Regierung zudem mit einer globalen Mindereinnahme (EUR 9,1 Mrd.) vorgesorgt. Diese könnte sie z.B. zur Finanzierung etwaiger künftiger Steuerentlastungsmaßnahmen einsetzen (siehe [FAZ-Artikel vom 29. Juni 2022](#)).

Darüber hinaus könnte die Regierung womöglich aufgrund eines relativ großzügigen Haushaltsansatzes im Kernhaushalt über einen weiteren (jedoch nicht näher quantifizierbaren) fiskalischen Spielraum verfügen. Denn die Bundesregierung hat in den letzten Jahren wohlgernekt (ex ante) ihr Finanzierungsdefizit (und damit auch ihre Nettokreditaufnahme) stets deutlich überschätzt. So lag z.B. die tatsächliche Nettokreditaufnahme im Jahr 2021 mit „nur“ rund EUR 215 Mrd. deutlich unterhalb des Planwerts (von ca. EUR 240 Mrd.).<sup>22</sup>

### Die Verschlechterung der öffentlichen Haushalte wird von der weiteren Konjunktorentwicklung ...

Die künftige Entwicklung der öffentlichen Finanzen wird sowohl von der Schwere der wirtschaftlichen Rezession als auch von den konkreten Politikmaßnahmen zur Bewältigung der Gas-Krise abhängen. Auch wenn die Regierung vorerst von weiteren Entlastungsschritten absehen könnte – und dabei auf die Umsetzung der bisherigen Entlastungspakete vom Februar/März von rund EUR 30 Mrd. (ca. 0,8% des für 2022 prognostizierten BIP) verweisen dürfte –, wird in den kommenden Wochen und Monaten der politische Druck auf Finanzminister Lindner zunehmen, für weitere Entlastungen zu sorgen.

Für die Regierung wird es ein schwieriger Balanceakt: Denn sie muss einerseits die Wirtschaft stabilisieren, darf jedoch andererseits die fiskalische Nachhaltigkeit nicht aus den Augen verlieren. Wie auch immer sie reagieren wird, bleibt festzuhalten, dass der Staat sich nicht unbegrenzt verschulden kann. Denn erstens sind die Staatsschulden bereits im Zuge der Pandemie deutlich angestiegen. Zweitens dürfte schon jetzt die Zinslast des Bundes aufgrund der steigenden Zinsen spürbar zunehmen. Und drittens werden in den kommenden Jahren und Jahrzehnten die ungünstigen demografischen Entwicklungen die Finanzen der Gesetzlichen Renten-, Gesundheits- und Pflegeversicherung stark belasten.

Daher glauben wir, dass der Staat die energiebedingten Mehrausgaben der privaten Haushalte und Unternehmen auch nicht vollständig und dauerhaft ausgleichen kann. Diese Einschätzung wird auch durch eine einfache Überschlagsrechnung gestützt, nach der die energiepreisbedingten Mehrkosten des privaten Haushaltssektors sich womöglich schon jetzt (d.h. auf Basis der aktuellen Gas- und Strompreistarife) auf bis zu knapp 1% des BIP pro Jahr belaufen könnten.

<sup>22</sup> Die deutlich niedrigere Nettokreditaufnahme könnte jedoch bis zu einem gewissen Grad auch das Ergebnis von pandemiebedingten Verzögerungen bei der Verausgabung öffentlicher Investitionsmittel gewesen sein. Ebenso dürfte auch die den Haushaltsplanungen zugrunde liegende hohe Unsicherheit die Vorab-Einschätzung des Ausgabenbedarfs erschwert haben.



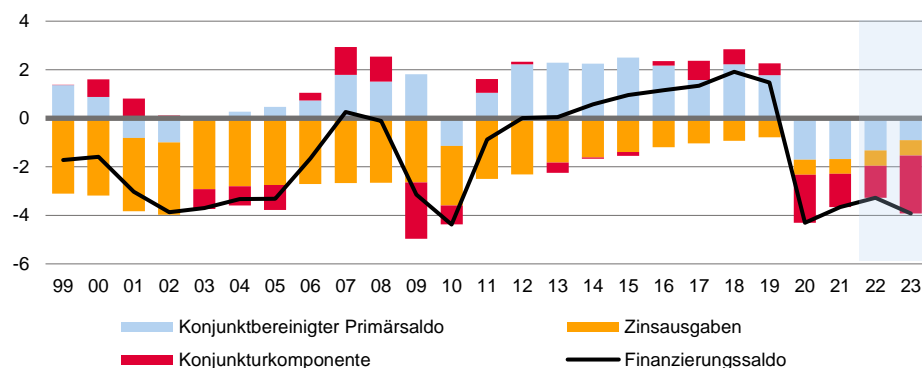
## ... und den spezifischen Politikmaßnahmen zur Bewältigung der Gas-Krise abhängen

Bereits heute fallen die energiepreisbedingten Mehrkosten auf der Ebene der privaten Haushalte und der Unternehmen erheblich aus. Sollten die Großhandelspreise für Gas und Strom auf den aktuell hohen Niveaus bleiben oder sogar noch weiter nach oben schießen, könnten diese sogar noch erheblich weiter ansteigen. Aufgrund der oben skizzierten Kostendimensionen könnte sich die Regierung letztlich dazu entschließen, die Energiekrise mit einem breiten Maßnahmenmix zu begegnen. Dieser könnte z.B. daraus bestehen, dass die Regierung a) es den Energieversorgern künftig ermöglicht, die gestiegenen Beschaffungskosten schneller und umfassender als bisher an die Kunden weiterzugeben<sup>23</sup>, b) die energiepreisbezogenen Subventionen an die Privathaushalte weiter erhöht (und diese vermutlich auf die am schwersten betroffenen, einkommensschwachen Haushalte begrenzt), c) weitere Entlastungen bei der Einkommensteuer auf den Weg bringt (wie z.B. einen Ausgleich für die inflationsbedingte „kalte“ Progression), d) weitere begrenzte Finanzhilfen für die am stärksten betroffenen Unternehmen und Energieversorger (wie z.B. finanziell angeschlagene und systemrelevante Gasimporteure) bereitstellt.

Ausblick für den öffentlichen Gesamthaushalt

4

Finanzierungssaldo, % BIP (Gesamtstaat nach VGR)



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

## Maastricht-Defizit könnte im Jahr 2023 auf fast 4% des BIP steigen

Die Regierung steht vor schwierigen wirtschaftlichen und fiskalischen Zeiten. Auch wenn es zunehmend schwieriger wird, die Schuldenbremse wie geplant wieder im Haushaltsjahr 2023 einzuhalten, scheint dies aufgrund der beträchtlichen Rücklagen und des sich abzeichnenden Wegfalls der pandemiebedingten Mehrausgaben noch immer möglich zu sein. Ob die Rückkehr zur Schuldenbremse letztlich gelingen wird, dürfte vor allem vom weiteren Konjunkturverlauf (Schwere der Rezession) und den weiteren konkreten Politikmaßnahmen zur Bewältigung der Energiekrise abhängen.

Angesichts der deutlich eingetrübten Wirtschaftsaussichten gehen wir nunmehr davon aus, dass das Maastricht-Defizit (Gesamtstaat; in Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung) in den kommenden beiden Jahren deutlich größer (als bisher erwartet) ausfallen dürfte. So rechnen wir damit, dass das Haushaltsdefizit auch in diesem Jahr mit ca. 3,3% des BIP relativ hoch bleiben

<sup>23</sup> Dies könnte z.B. darüber geschehen, dass es den Energieversorger zukünftig erlaubt wird, ihre Tarife unmittelbar an ihre veränderte Kostensituation anzupassen. Alternativ könnten die derzeit bei den betroffenen Energieversorgern auflaufenden Verluste aber auch über die Einführung einer von allen Verbrauchern zu tragenden Gas-Umlage ausgeglichen werden.



## Auf dem Weg in die Rezession

---

dürfte (z. Vgl. 2021: 3,7%). Aufgrund des von uns erwarteten negativen BIP-Wachstums (und einer dadurch deutlich steigenden Produktionslücke) dürfte das gesamtstaatliche Defizit schließlich im nächsten Jahr auf ca. 3,9% ansteigen.

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

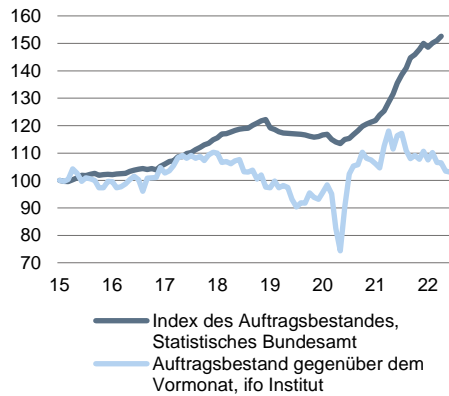


## Deutsche Industrie: Gas-Krise ist ein „Gamechanger“ für den Industriestandort Deutschland

### Hoher Auftragsbestand

1

Verarbeitendes Gewerbe in Deutschland,  
Jan. 2015=100



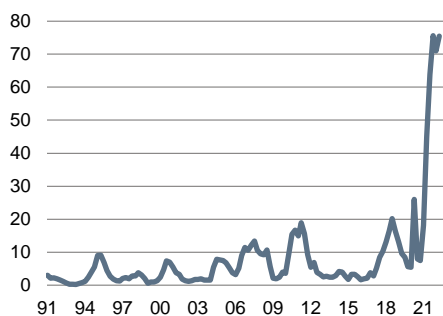
Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

- Die wirtschaftliche Entwicklung des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland ist von zwei Extremen geprägt: Einem Auftragsbestand auf Rekordniveau auf der einen Seite und gravierenden Engpässen bei Vorleistungsgütern auf der anderen Seite.
- Für 2022 erwarten wir einen Rückgang der Industrieproduktion um 1% und Stagnation im Jahr 2023. Damit wird das Produktionsniveau im Verarbeitenden Gewerbe weiterhin fast 10% unter dem Höchststand von 2018 liegen.
- Die aktuelle Gas-Krise und der Wechsel von relativ günstigem (russischem) Pipelinegas auf teureres LNG könnte einen Strukturwandel für den Industriestandort Deutschland und das deutsche exportorientierte Geschäftsmodell auslösen. Die energieintensiven Sektoren am Anfang der industriellen Wertschöpfungskette werden weiter unter Druck geraten. Wir erwarten, dass der Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der Bruttowertschöpfung in den nächsten Jahren sinken wird. Im Jahr 2016 lag dieser Anteil noch bei 22,9% und ist inzwischen bereits auf 20,2% im Jahr 2021.

### Materialknappheit nahe Rekordniveau

2

Index\* für Knappheit von Vorprodukten im Verarb.  
Gewerbe, DE, Anteil der Nennungen, %



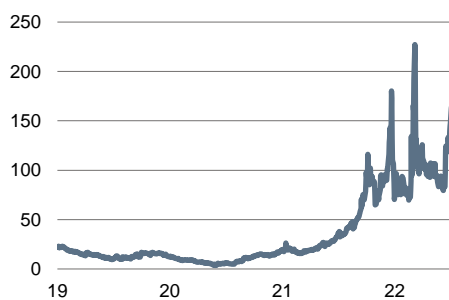
Quelle: ifo

Die wirtschaftliche Entwicklung des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland ist nach wie vor von zwei Extremen geprägt. Auf der einen Seite können die Industriebranchen auf einen rekordhohen Auftragsbestand aufbauen. Die Auftragsbestände übersteigen derzeit das Niveau, das vor der Corona-Pandemie erreicht wurde, um rund ein Drittel. Die Reichweite der Aufträge kletterte auf mehr als 8 Monate, den höchsten Wert seit Beginn der Zeitreihe. Auf der anderen Seite wird die inländische Produktion nach wie vor durch gravierende Engpässe bei Vorleistungsgütern behindert. Im 2. Quartal 2022 lag der Anteil der Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes, die unter diesen Engpässen und anderen Unterbrechungen der Lieferkette leiden, im dritten Quartal in Folge über der 70%-Marke. In den Jahren 1991 bis 2019 meldeten im Durchschnitt nur 5% der Unternehmen solche Probleme. Viele externe Schocks verursachen die aktuellen Störungen auf der Angebotsseite. Dazu gehören der Krieg in der Ukraine und die Sanktionen gegen Russland, Chinas Null-COVID-Politik mit lokalen Lockdowns, ein Mangel an Lkw-Fahrern und Servicekräften im Logistiksektor, Containern und anderen Transportausrüstungen, Engpässe an vielen Häfen der Welt, die in einigen Fällen durch Streiks verschärft wurden, oder extreme Wetterereignisse. Die deutschen Industrieunternehmen erwarten keine schnelle Entspannung der aktuellen Lage – im Gegenteil: Laut der jüngsten ifo-Umfrage erwarten die Industrieunternehmen, dass die aktuellen Lieferengpässe im Durchschnitt noch 10 Monate andauern werden.

### Gaspreis in Europa volatil auf sehr hohem Niveau

3

Täglicher Gaspreis in Europa, EUR per MWh



Quelle: Bloomberg Finance LP

Die externen Schocks haben nicht nur zu Engpässen bei Zwischenprodukten geführt, sondern hohe Preisanstiege über die gesamte Wertschöpfungskette verursacht. Die Preise für Energie und Rohstoffe stiegen unmittelbar nach dem Einmarsch Russlands in der Ukraine drastisch an. Während die Preise für viele Industriemetalle in den letzten Wochen wieder gesunken sind, verharren die Energiepreise (Gas, Öl, Strom) seither auf einem hohen Niveau. Die Angst vor physischen Gasengpässen hat zugenommen, seit Russland Anfang Juni die Gaslieferungen nach Deutschland um rund 60% reduziert hat. Höhere Preise für Energie und Vorleistungsgüter (Metalle, Stahlschrott, Holz, Chemikalien, Kunststoffe) waren die Hauptursache für den historischen Anstieg der Import- und Erzeugerpreise in Deutschland in den letzten Monaten. Beide Preisindikatoren übertrafen im Mai das Vorjahresniveau um mehr als 30%.

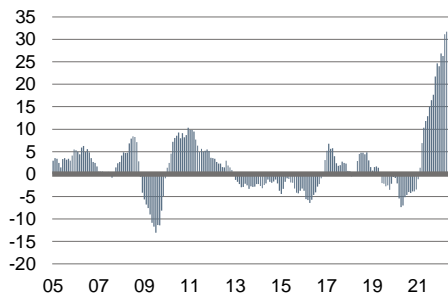


## Höhere Preise werden die Nachfrage dämpfen – Inlandsproduktion stagniert

### Historisch hoher Anstieg der Einfuhrpreise

4

Einfuhrpreise in Deutschland, % gg. Vj.

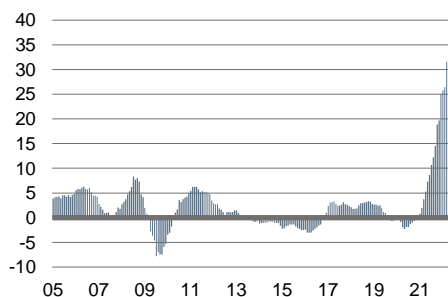


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Erzeugerpreis steigen stark an

5

Erzeugerpreise für gewerbliche Produkte in Deutschland, % gg. Vj.

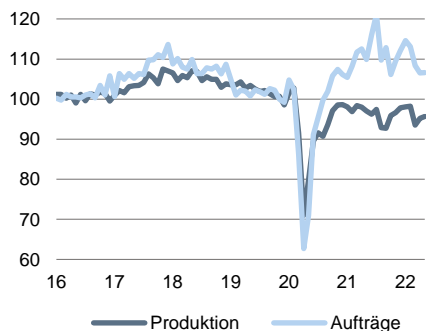


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Aufträge zuletzt rückläufig

6

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Höhere Preise und steigende Zinsen in vielen Volkswirtschaften schwächen die Nachfrage nach deutschen Industrieprodukten. Die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe sind zuletzt bereits gesunken und wir erwarten, dass sie in den kommenden Monaten noch unter dem Niveau des ersten Quartals liegen werden. Höhere Gaspreise und Unsicherheiten über die künftige Energieversorgung drücken die Inlandsaufträge. Auch die gesamtwirtschaftlichen Aussichten für die Auslandsnachfrage sind eingetrübt. Die Investitionsneigung in der EU ist aufgrund des Kriegs, hoher Energiepreise und der erwarteten Wende in der Geldpolitik gedämpft. Die USA steuern auf eine Rezession im Jahr 2023 zu, begleitet von einem massiven Anstieg der Zinsen. Einige Impulse könnten aus China kommen, wenn das Land einen Weg findet, die Corona-Krise zu bewältigen, ohne dass es zu wiederholten lokalen Lockdowns kommt. Dies bleibt jedoch ungewiss. Die jüngste Abschwächung des Euro könnte die Nachfrage nach deutschen Investitionsgütern stützen.

Der hohe Auftragsbestand in der Verarbeitenden Industrie stützt die inländische Produktion. Allerdings könnten einige bestehende Aufträge aufgrund höherer Preise oder verschlechterter wirtschaftlicher Aussichten storniert werden. Darüber hinaus werden einige energieintensive Sektoren die inländische Produktion angesichts der hohen Gaspreise zurückfahren. Dies ist wahrscheinlich auch dann der Fall, wenn kein physischer Engpass bei der Gasversorgung besteht, da höhere Gaspreise die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen schmälern, die in Deutschland produzieren. Positiv ist, dass die Automobilindustrie den Tiefpunkt in der Versorgungskrise (Halbleiter) überwunden haben dürfte und die Produktion in den kommenden Monaten erhöhen könnte. Es ist jedoch zu bedenken, dass das Produktionsniveau in der Automobilindustrie in den ersten fünf Monaten des Jahres 2022 gegenüber dem entsprechenden Niveau von 2018 rd. 30% niedriger war. Jeder Aufschwung in diesem Sektor startet also von einem sehr niedrigen Niveau. Wir rechnen nicht mit einer Rückkehr zu früheren Höchstständen.

Insgesamt erwarten wir, dass die Industrieproduktion im weiteren Verlauf des Jahres 2022 und auch im Jahr 2023 mehr oder weniger stagnieren wird. Infolgedessen könnte die inländische Produktion um 1% im Jahr 2022 zurückgehen und 2023 in etwa stagnieren. Damit wird das Produktionsniveau im Verarbeitenden Gewerbe um fast 10% unter dem 2018 erreichten Höchststand bleiben. Diese Einschätzung basiert auf der Annahme, dass es bis Ende 2023 keine physischen Engpässe bei der Gasversorgung geben wird. Im Falle einer vollständigen Abschaltung des russischen Gases würde jedoch eine Rationierung von Gas fast sofort notwendig werden. Energieintensive Industrien (Chemie, Metallerzeugung, Baustoffe, Papier) und das Ernährungsgewerbe wären am stärksten betroffen. Auf sie entfallen etwa 80% des gesamten industriellen Gasverbrauchs und etwa 20% der gesamten Bruttowertschöpfung des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland. Eine tiefe Rezession mit einem zweistelligen Rückgang der Produktion im gesamten Verarbeitenden Gewerbe könnte nicht verhindert werden, wenn Russland die Gaslieferungen nach Deutschland komplett einstellen sollte.

## Große strukturelle Herausforderung für den Industriestandort Deutschland

Die aktuelle Gas-Krise könnte sich als struktureller „Gamechanger“ für den Industriestandort Deutschland und das deutsche exportorientierte Geschäftsmodell erweisen. Deutschland ist durch eine vertikal integrierte industrielle Wert-



## Auf dem Weg in die Rezession

---

schöpfungskette geprägt, beginnend mit der Produktion von Metallen, Grundstoffchemikalien, Kunststoffen und anderen Zwischenprodukten bis hin zu maßgeschneiderten High-End-Investitionsgütern für globale Kunden. Diese vertikale Integration der industriellen Wertschöpfung hat sich im globalen Wettbewerb als Vorteil erwiesen. Sie basiert auf einer langjährigen Zusammenarbeit zwischen Unternehmen und Forschungseinrichtungen, gemeinsamen Anstrengungen in Forschung und Entwicklung, effizienter Logistik und After-Sales-Dienstleistungen.

Die energieintensiven Industrien, die am Anfang dieser Wertschöpfungskette stehen, werden in Deutschland weiter unter Druck geraten. Sie haben in den letzten Jahrzehnten von den recht günstigen Pipeline-Gasimporten (nicht nur, aber auch) aus Russland profitiert. Mit der Umstellung von günstigem Pipelinegas auf teurere LNG-Importe wird die internationale Wettbewerbsfähigkeit dieser Sektoren leiden. Der Trend eines sinkenden realen Kapitalstocks der energieintensiven Industrien in Deutschland könnte sich in den kommenden Jahren noch beschleunigen. Neue Investitionen werden eher in Ländern mit niedrigeren Energiekosten getätigt. Wenn einzelne Teile der industriellen Wertschöpfungskette geschwächt werden, reduziert dies auch die Wettbewerbsfähigkeit des gesamten Industriestandorts.

Strukturell höhere Gaspreise sind auch ein Problem für das Ziel vieler Sektoren, klimaneutral zu werden. So strebt beispielsweise die Stahlindustrie einen Übergang weg von Kohle als Reduktionsmittel hin zu grünem Wasserstoff an. Massive Investitionen sind für diese Transformation erforderlich. Da die Versorgung mit grünem Wasserstoff weiterhin knapp und teuer bleiben wird, sollte Gas eine Brückentechnologie auf dem Weg zu grünem Wasserstoff sein. Dieser Übergang wird nun deutlich teurer werden.

Wir erwarten, dass der Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamten Bruttowertschöpfung in den nächsten Jahren weiter sinken wird. Im Jahr 2016 lag der Anteil noch bei 22,9% und ist inzwischen bereits auf 20,2% im Jahr 2021 gesunken.

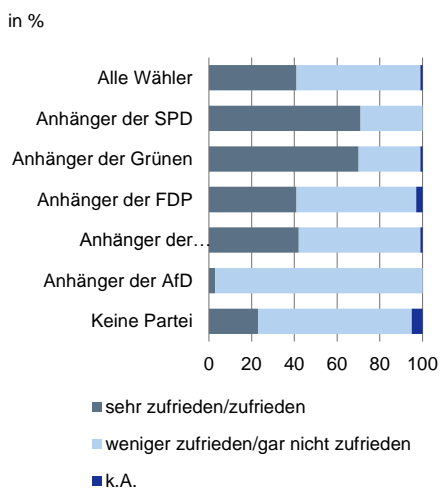
Eric Heymann (+49 69 910-31730, [eric.heyman@db.com](mailto:eric.heyman@db.com))



## Keine Sommerpause, sondern intensives Krisenmanagement

- Krise der Lebenshaltungskosten und drohende Gaslücke. Die Regierung befindet sich weiterhin im Krisenmodus. Sie hat ihren rechtlichen Instrumentenkasten zur Handhabung einer drohenden Gaslücke mit zahlreichen Gesetzesänderungen in der letzten Woche vor der parlamentarischen Sommerpause ausgebaut. Trotz einiger weniger ideologischer Kontroversen arbeiten alle drei Koalitionspartien weiterhin konstruktiv miteinander.
- In der Energie-, Sozial- sowie Außen- und Verteidigungspolitik bewegt sich weiterhin am meisten. Weitere Notfallplanung im Falle ausbleibender Gaslieferungen und zunehmender Fokus auf Nachfragesteuerung beim Gasverbrauch sind während der kommenden Wochen zu erwarten. Das EUR 100 Mrd. Sondervermögen wurde Anfang Juni von Bundestag und Bundesrat beschlossen und Diskussionen über ein drittes Entlastungspaket haben begonnen.
- Betritt Deutschland bald energiepolitisches Neuland – Zusammenhalt der Ampelkoalition getestet? Sollten russische Gaslieferungen nach Ende der Wartungsarbeiten am 21. Juni ausbleiben, muss die Regierung die deutsche Volkswirtschaft durch energiepolitisches Neuland führen. Daraus resultierende zweistellige Inflationsraten und das Abrutschen in eine tiefe Rezession würden den Zusammenhalt der Drei-Parteienkoalition auf eine weitere Probe stellen.
- Worauf gilt es in den kommenden Wochen zu achten: (i) erste Ergebnisse der "Vulnerabilitätsstudie Gasmangellage" der Bundesnetzagentur bis Ende September, (ii) Positionspapier der deutschen Regierung zur Reform der EU-Fiskalregeln erwartet, (iii) der Entwurf einer Steuerrechtsreform der FDP (kalte Progression etc.)

Mehrheit der Deutschen weniger zufrieden mit der Arbeit der Regierung **1**



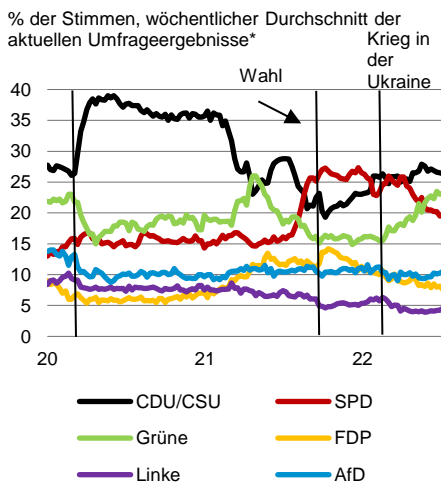
Quellen: ARD Deutschlandtrend Juli 22, Deutsche Bank Research

**Krise der Lebenshaltungskosten und drohende Gaslücke.** Die Regierung befindet sich weiterhin im Krisenmodus. Sie hat ihren rechtlichen Instrumentenkasten zur Handhabung einer drohenden Gaslücke mit zahlreichen Gesetzesänderungen in der letzten Woche vor der parlamentarischen Sommerpause ausgebaut. Die Änderung des Energiesicherungsgesetzes schafft die rechtlichen Grundlagen für (i) Staatshilfe für Energieunternehmen (bis hin zur teilweisen Verstaatlichung) (§ 29 EnSig) und (ii) eine „saldierte Preisanpassung“, eine Art Umlagemechanismus, um steigende Gaspreise auf alle Verbraucher umzuverteilen (§ 26 EnSig). Nachdem russische Gaslieferungen signifikant zurückgegangen sind, hat Wirtschafts- und Klimaminister Habeck am 24. Juni die zweite von drei Stufen des Gasnotfallplans ausgerufen. Während die Substitution russischen Gases mit anderen Energieträgern/-importen und der Aufruf zum Energiesparen die Auswirkungen des Versorgungsdefizits mit russischem Gas dämpfen sollten, so ist die deutsche Volkswirtschaft doch einer möglichen Gasrationierung einen Schritt nähergekommen (siehe unseren kürzlich veröffentlichten [Germany Blog](#)). Stetig hohe Inflationszahlen (7,6% im Juni) und daraus resultierende Realeinkommenseinbußen dürften zur Verkündung eines dritten Entlastungspakets im Laufe der nächsten Wochen/Monate führen. Um das Entstehen einer Lohn-Preis-Spirale zu verhindern, hat Kanzler Scholz am 4. Juli ein Treffen mit den Arbeitnehmer- und Arbeitgebervertretern zur Aushandlung einer steuerfreien Einmalzahlung einberufen. Diese sogenannte konzertierte Aktion spiegelt das Vorgehen in den 1960ziger Jahren wider, hat allerdings bisher nicht zu konkreten Resultaten geführt, soll aber als Gesprächsformat weitergeführt werden.



## Auf dem Weg in die Rezession

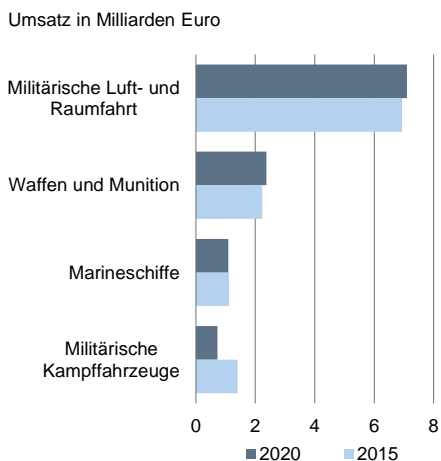
### Zustimmungswerte der Grünen nahe dem Allzeithoch 2



\* Umfragen der führenden Meinungsforschungsinstitute (Allensbach, Kantar, Forsa, FG Wahlen, Infratest, INSA).

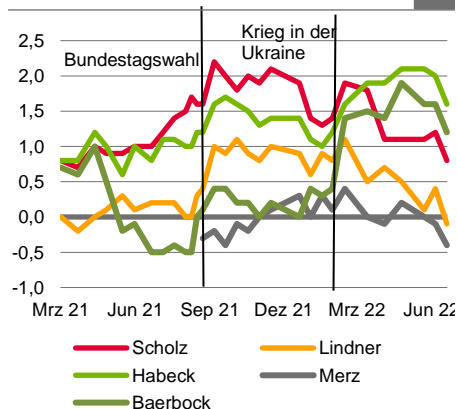
Quellen: Wahlrecht.de, Deutsche Bank Research

### Wird die deutsche Rüstungsindustrie vom Sondervermögen profitieren? 3



Quelle: iwd

### Robert Habeck als beliebtester Politiker 4



Quellen: Deutsche Bank, FG Wahlen, Politbarometer

**Pragmatismus als Handlungsmaxime.** Das Regierungshandeln in der Krise zeichnet sich durch großen Pragmatismus aus. Die Notwendigkeit, Kompromisse zwischen drei Regierungsparteien zu erzielen, mag nicht immer zur Wahl des optimalen Politikinstrumentes führen (siehe der teure Tankrabbat). Trotz einiger weniger ideologischer Kontroversen (z.B. zur Zukunft der Kernenergie oder dem Aus des Verbrennungsmotors) arbeiten alle drei Koalitionsparteien konstruktiv miteinander. Als Resultat dieses gelebten Pragmatismus konnten die Parteien am Rande des politischen Spektrums bisher vom sich verschlechternden wirtschaftlichen Ausblick Deutschlands nicht profitieren (siehe Grafik 2).

**In der Energie-, Sozial- sowie Außen- und Verteidigungspolitik bewegt sich weiterhin am meisten.** Seit dem letzten Update unseres Momentum-Indikators vor zwei Monaten (siehe unser [Foliendeck](#) von Mitte Mai) hat die Regierung folgende Maßnahmen ergriffen oder angekündigt:

- **Energieabhängigkeit von Russland verringern.** Das diesbezügliche Maßnahmenpaket der letzten zwei Monate beinhaltet die Änderung des Energiesicherungsgesetzes, das Voranbringen des Baus von zwei LNG-Terminals (einer bis Ende des Jahres, der andere Anfang nächsten Jahres), das Ersatzkraftwerkereithaltungsgesetz (schafft die rechtliche Grundlage zum Wiederhochfahren von Kohlekraftwerken), den Kabinettsbeschluss zum „Wind-an-Land-Gesetz“, weitere Vorsorgemaßnahmen für den Fall ausbleibender Gaslieferungen (z.B. eine Plattform zur Auktion industrieller Abschaltpotenziale) und Aufrufe zum Energiesparen als nachfrageseitige Maßnahme.
- **Sondervermögen für die Bundeswehr beschlossen.** Anfang Juni wurde das EUR 100 Mrd. Sondervermögen für die Bundeswehr von Bundestag und Bundesrat beschlossen. Es bleibt zu beobachten, wie sehr die deutsche Verteidigungsindustrie von der angestrebten Modernisierung der Bundeswehr profitieren wird (siehe Grafik 3). Die **Beschaffung neuer Einsatzboote** für die deutschen Kampfschwimmer könnte ein erster Test dafür sein, ob die zusätzlichen finanziellen Mittel den Beschaffungsprozess beschleunigen.
- **Tatsächliche Zeitenwende.** Deutschlands neue Außenpolitik nimmt langsam Gestalt an. Die ersten deutschen Panzerhaubitzen sind in der Ukraine angekommen, gerade rechtzeitig zum NATO-Gipfel in Madrid. Am 21. Juni hat SPD-Parteichef Lars Klingbeil in einer Grundsatzrede bei der Friedrich-Ebert-Stiftung gesagt, dass Deutschland den „Anspruch einer Führungsmacht“ haben müsse und dass die deutsche Gesellschaft eine „neue Normalität mit der Bundeswehr“ entwickelt – neue Töne für die pazifistisch geprägte Partei.
- **Diskussion über drittes Entlastungspaket.** Zur Diskussion steht momentan der **Südekum-Scheer Plan**, der für Geringverdiener pauschale Zuschüsse und zugleich einen Energiesparbonus für nichtbedürftige Verbraucher vorsieht. Zudem werden Maßnahmen zur Eindämmung der kalten Progression im Einkommensteuertarif debattiert.

**Die Grünen haben einen Lauf.** Die Grünen sind momentan die beliebteste der drei Regierungsparteien. Ihre Zustimmungsraten sind seit Ausbruch des Krieges in der Ukraine stetig gestiegen und nähern sich dem Allzeithoch vom Mai 2021. Besonders Wirtschafts- und Umweltminister Habeck wird als effizienter Krisenmanager wahrgenommen, der die Notwendigkeit von Kurskorrekturen (z.B. das Reaktivieren von Kohlekraftwerken) und Zielkonflikte zwischen kurz- und langfristigen Zielen erklären kann, ohne als Opportunist angesehen zu werden (siehe Grafik 4). Die Grünen sind auch auf landespolitischer Ebene erfolgreich und haben soeben zwei Koalitionsverträge mit der CDU in Schleswig-Holstein und NRW unterschrieben.





**Zunehmende Spannungen zwischen den Koalitionspartnern?** Trotz des wie oben beschriebenen vorherrschenden Pragmatismus hat die drei-Parteien-Koalition nach nun sieben Monaten im Amt in letzter Zeit einige Schlagzeilen hinsichtlich koalitionsinterner Streitigkeiten gemacht. Die FDP ist Fürsprecherin einer Verlängerung der Laufzeit der verbleibenden drei Atommeiler, hat einen Kompromiss zum Verbrenner-Aus bei der Verhandlung zum EU-Fit-for-55-Gesetzespaket erzielt und spricht sich (momentan noch) gegen ein weiteres Aussetzen der Schuldenbremse im nächsten Jahr aus (Haushaltentwurf vom Bundeskabinett am 1. Juli beschlossen, weitere Details hierzu auf Seite 20). Ein gesundes Maß an Uneinigkeit (besonders in einer Drei-Parteien-Koalition) ist in Ordnung, solange es nicht in eine Sackgasse oder zu einer Politik des kleinsten gemeinsamen Nenners führt. Momentan sind diese Unstimmigkeiten als kleinere Friktionen und nicht als mögliche Sollbruchstellen zu interpretieren. Da die FDP in einem rein hypothetischen Szenario von Neuwahlen aller Wahrscheinlichkeit nach nicht Teil einer künftigen Regierung wäre, erscheint uns ein frühes Ende der Regierungskoalition als sehr unwahrscheinlich. Die Landtagswahlen am 22. Oktober im SPD-geführten Niedersachsen sind der nächste Stimmungstest für die Bundesregierung, wobei die SPD momentan in den Umfragen vorne liegt.

**Olaf Scholz hat die Bühne des G7-Gipfels genutzt.** Als Gastgeber des G7-Gipfels in Elmau Ende Juni hat Bundeskanzler Scholz die Gelegenheit wahrgenommen, sich auf internationaler Bühne zu profilieren. Die Staats- und Regierungschefs der G7 zeigten große Geschlossenheit und möchten die Idee einer Ölpreisobergrenze weiter voranbringen (ein US-Vorschlag, der nur funktioniert, wenn alle wichtigen Abnehmerländer ihn mittragen). Zudem konnte Bundeskanzler Scholz für sein Prestigeprojekt eines „Klima-Clubs“ werben. Die G7 unterstützen die Idee eines „offenen und kooperativen Clubs“ im Abschluss-Kommuniqué, ohne allerdings damit einem globalen CO<sub>2</sub>-Preis näher zu kommen.

**Betritt Deutschland bald energiepolitisches Neuland – Zusammenhalt der Ampelkoalition getestet?** Sollten russische Gaslieferungen nach Ende der planmäßigen Wartungsarbeiten am 21. Juli weiter ausbleiben und/oder die Energieunternehmen die gestiegenen Beschaffungskosten zeitnah an die Verbraucher weitergeben dürfen (Aktivieren des Preisanpassungsmechanismus gemäß §24 oder des saldierten Preisanpassungsmechanismus gemäß §26 Energiesicherungsgesetz), wird die Regierung die Wirtschaft durch Neuland führen müssen. Daraus resultierende zweistellige Inflationsraten und das Abgleiten in eine Rezession würden den Zusammenhalt der Ampelkoalition erneut auf die Probe stellen.

**Worauf gilt es in den kommenden Wochen zu achten:**

- i. **Ausbleiben der Gaslieferungen über Nord Stream 1 nach Ende der Wartungsarbeiten am 21. Juli.** Es bleibt zu beobachten, ob russische Gaslieferungen nach dem 21. Juli wieder aufgenommen werden und falls nicht, ob dies Deutschland einen Schritt näher an die Aktivierung der dritten Stufe des Gasnotfallplans bringt.
- ii. Am Mittwoch wird die **Präsentation eines europäischen Gasnotfallplans der europäischen Kommission** erwartet. Beinhaltet wird dieser Plan gemeinsame Anstrengungen zur Verbrauchsreduktion (z.B. in öffentlichen Gebäuden) und die Koordination der Notfallplanung hinsichtlich einer potenziellen Gasrationierung (ein Entwurf des Papiers schlägt vor, dass der Gaskonsum auf Einzelproduktebene ein Kriterium sein könnte).
- iii. Erste Ergebnisse der **„Vulnerabilitätsstudie Gasmangellage“ der Bundesnetzagentur** werden bis Ende September erwartet. Die Studie soll die Grundlage liefern, um Gaskonsumenten in voraussichtlich zehn Kategorien je nach ihrer systemischen Relevanz bezüglich der Lieferketten einzuteilen



- und somit eine Datengrundlage für eine potenzielle Rationierung zu schaffen.
- iv. In Brüssel wird im Laufe der nächsten Wochen ein [Positionspapier der deutschen Regierung zur Reform der EU-Fiskalregeln](#) erwartet. Finanzminister Lindner könnte einen gewissen Grad an Flexibilität hinsichtlich der Reform der Fiskalregeln zeigen. Laut Koalitionsvertrag könnten die Regel „weiterentwickelt“ werden, um Wachstum zu sichern, die Schuldentragfähigkeit zu sichern und grüne Investitionen zu fördern.
  - v. [Deutschlands neue China-Strategie](#). Diese soll im Laufe dieses Jahres verabschiedet werden und dürfte sich an der China-Strategie der EU orientieren, die in ihrem [Strategischen Ausblick 2019](#) China sowohl als strategischen Rivalen wie auch als ökonomischen Partner sieht (siehe auch das jüngst veröffentlichte [Strategic Concept der NATO](#)).
  - vi. [Urteil des Bundesverfassungsgerichts zum Nachtragshaushalt](#). Im April hat die Union Verfassungsklage gegen den zweiten Nachtragshaushalt des Bundes vom 27. Januar eingereicht. Nicht genutzte Kreditermächtigungen von EUR 60 Milliarden, die in der Pandemie bewilligt wurden, sollen in den Energie- und Klimafonds umgeschichtet werden, was die Union für verfassungswidrig hält. Die Union hofft, dass das Bundesverfassungsgericht noch in diesem Jahr zu einem Urteil kommt.

Marion Mühlberger (+49 69 910-31815, [marion.muehlberger@db.com](mailto:marion.muehlberger@db.com))



## EZB: Kurs halten

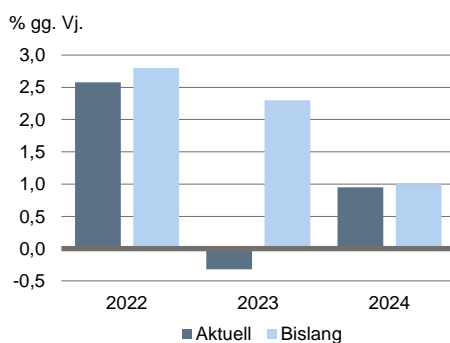
- Aufgrund des zunehmenden Gegenwinds, einschließlich eines eingeschränkteren Gasflusses aus Russland, rechnen wir nun mit einer leichten Rezession in der Eurozone. Angesichts der Inflationsaussichten glauben wir, dass die EZB an ihrem Zinserhöhungszyklus festhält. Während das Ziel des neutralen Zinssatzes wohl weiterhin gilt, ist das Tempo der Erhöhungen aber deutlich ungewisser. Angesichts der leichten Rezession könnte der Zinserhöhungszyklus in zwei Phasen ablaufen.
- Wir erwarten, dass die EZB die Zinsen am 21. Juli um 25 Basispunkte und im September um 50 Basispunkte anheben wird. Die jüngsten Daten und Ereignisse deuten jedoch darauf hin, dass sich das Risiko von 50 Bp. im Juli auf 25 Bp. im September verschiebt.
- Auf jeden Fall braucht die EZB aber ein starkes Instrument für den Umgang mit der Marktfragmentierung.

## Reduzierte Wachstumsprognose – erhöhte Inflationsprognosen

Aufgrund des zunehmenden Gegenwinds, einschließlich eines eingeschränkteren Gasflusses aus Russland, erwarten wir nun eine leichte Rezession in der Eurozone, die Geldpolitik der EZB wird dadurch nicht einfacher.

Gas-Schock: EWU BIP-Prognose für 2023 revidiert von +2,3% auf -0,3%

1



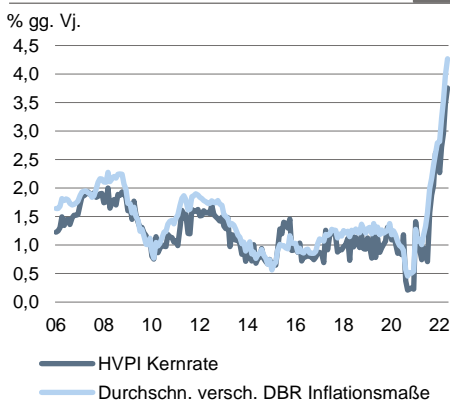
Quelle: Deutsche Bank Research

Wir prognostizieren nun ein BIP-Wachstum im Euroraum von 2,6%/-0,3%/1,0% für 2022/2023/2024. Im World Outlook vom April waren es noch 2,8%/2,3%/1,0%. Diese Abwärtskorrektur hat zwei Gründe. Mehrere konjunkturelle Gegenwinde, darunter eine langsamere US-Wirtschaft und eine Verschärfung der finanziellen Bedingungen, haben die Aussichten bereits belastet und hätten ausgereicht, um die Prognose für 2023 auf etwa 1% zu senken. Zusätzlich erwarten wir nunmehr, dass sich die jüngste Verknappung der Gaslieferungen aus Russland fortsetzen wird. Dies wird zu Störungen in den gasintensiveren Industrien in Europa führen.

Wir erwarten nun eine HVPI-Inflation von durchschnittlich 8,0%/5,5%/1,6% in den Jahren 2022/2023/2024 (der Wert für 2024 liegt aufgrund der abwärts gerichteten Ölpreiskurve unter 2%; die Prognosen der HVPI-Kernrate von 3,8%/3,5%/2,2% spiegeln unsere Besorgnis über die anhaltende Inflation besser wider. Nota bene: Die Kerninflationsprognose für 2024 wäre um einige Zehntel höher, wenn wir nicht von einer Straffung der Geldpolitik um 250 Basispunkte ausgehen würden.

Unterschwellige Inflation mit größerer Breite als im letzten Zyklus

2



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research, Haver Analytics

Wir Angesichts der Inflationsaussichten glauben wir, dass die EZB auf dem Weg zu einem Zinserhöhungszyklus bleibt. Während das Ziel jedoch durch das Niveau der neutralen Zinssätze verankert ist, sind Tempo und Zeitpunkt der einzelnen Schritte ungewisser.

## Taubenhaftere Risikoverteilung bei den Zinsschritten im Juli und September

Auf der letzten Sitzung im Juni gab der EZB-Rat eine noch nie dagewesene Vorentscheidung ab. Die EZB erklärte, sie beabsichtige, die Leitzinsen im Juli um 25 Basispunkte zu erhöhen und rechnet mit einer weiteren Anhebung im September, wobei der Umfang der Anhebung im September von den mittelfristigen Inflationsaussichten abhängt. Wenn die Aussichten unverändert bleiben oder sich weiter verschlechtern (steigen), wird eine Anhebung in größerem Umfang (mehr als 25 Basispunkte) angemessen sein.



## Auf dem Weg in die Rezession

Eine der in den letzten Wochen heiß diskutierte Fragen war, ob die EZB die Zinsen im Juli um 50 Basispunkte erhöhen könnte oder nicht. Gemäß den EZB-Leitlinien würde die EZB bei unveränderten Inflationsaussichten zwischen Juni und September die Zinsen im Juli um 25 Basispunkte und im September um einen größeren Betrag (vermutlich 50 Basispunkte) erhöhen. Das heißt, dass die EZB ohne eine Änderung der Inflationsaussichten eine Beschleunigung des Zinserhöhungstempos signalisiert. Wenn die EZB bereit ist, das Tempo der Zinserhöhungen bei unveränderter Inflationsprognose zu beschleunigen, warum dann nicht schon im Juli um 50 Basispunkte erhöhen?

Es gibt Argumente, warum ein langsamerer Beginn des Zinserhöhungszyklus angemessener sein könnte. Es besteht Ungewissheit darüber, wie die Wirtschaft und die finanziellen Bedingungen auf die erste Zinserhöhung seit mehr als einem Jahrzehnt reagieren werden. Eine wesentliche Unsicherheit betrifft das Ausmaß der Marktfragmentierung. Obwohl wir davon ausgehen, dass die Einzelheiten eines Anti-Fragmentierungsinstruments am 21. Juli zusammen mit der Zinserhöhung bekannt gegeben werden (mehr dazu weiter unten), möchte die EZB vielleicht erst einmal abwarten, wie gut das Instrument funktioniert, bevor sie das Tempo der Anhebung beschleunigt. Je stärker das Instrument ist, desto höher sind die Leitzinsen bei einem bestimmten Inflationsniveau.

Unserer Meinung nach ist die Hürde für eine Anhebung um 50 Basispunkte im Juli hoch. Die EZB sagt, dass die geldpolitischen Entscheidungen datenabhängig sein werden und dass die Politik eine Option ist. Dies scheint im Widerspruch zu einer politischen Vorfestlegung zu stehen. Was die EZB jedoch vorgelegt hat, sind taktische (kurzfristige) Leitlinien, in denen sie sich verpflichtet hat, (1) die Zinsen im Juli um 25 Basispunkte anzuheben und (2) die Schrittweite der zweiten Anhebung an alle neuen Inflationsdaten anzupassen, die sich bis September ergeben. Der Chefvolkswirt der EZB hat die taktischen Leitlinien der EZB als „robust“ bezeichnet, was bedeutet, dass sie in einer Reihe von Szenarien angemessen sind.

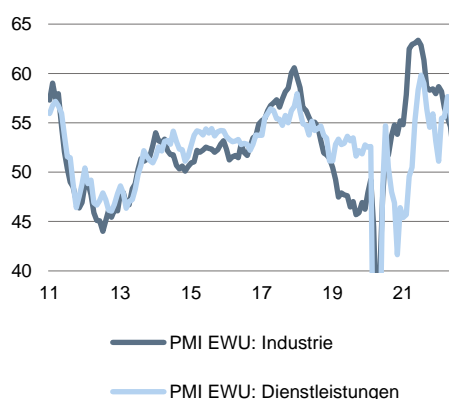
Die jüngsten Daten und Ereignisse bedeuten, dass das Risiko von einer Anhebung um 50 Basispunkte im Juli zu einer Anhebung um „lediglich“ 25 Basispunkte im September gewechselt hat. Wir sind weiterhin besorgt über die Inflationsaussichten und glauben, dass die EZB-Mitarbeiter ihre Prognosen im September deutlich nach oben korrigieren müssen. Nach unseren jüngsten Prognosen wird der HVPI im Jahr 2022 durchschnittlich 8,0% und im Jahr 2023 5,5% betragen. Diese Werte stehen im Vergleich zu den jüngsten Prognosen der Experten mit 6,6% bzw. 3,5%. Allerdings hat sich die Konjunkturdynamik verlangsamt und die Debatte über das Rezessionsrisiko hat sich von 2023 auf 2022 verschoben.

Die Konjunkturdaten sind wohl nicht so schwach, wie die jüngste Rallye an den Rentenmärkten vermuten lässt. Zwar war der PMI Juni schwächer als erwartet. Andere Umfragedaten aber hielten sich besser; die Stimmungsindikatoren der Europäischen Kommission für den Dienstleistungssektor und das Verarbeitende Gewerbe waren im Monatsverlauf positiv. Die deutsche Inflationsrate überraschte nach unten, was jedoch größtenteils auf eine temporäre Senkung der Energiesteuern und das ebenfalls temporäre Angebot des 9-Euro-Tickets zurückzuführen ist; die zugrunde liegende Inflation hat sich nicht verringert. Die Daten zur Kreditvergabe der Banken waren im Mai grundsolide, wobei unsere bereinigten Kreditimpulsreihen darauf hindeuten, dass überschüssige Ersparnisse freigesetzt werden.

Stimmung im Dienstleistungssektor trübt sich nach robustem H1 ein

3

Index (sb.), Werte > 50 = Expansion



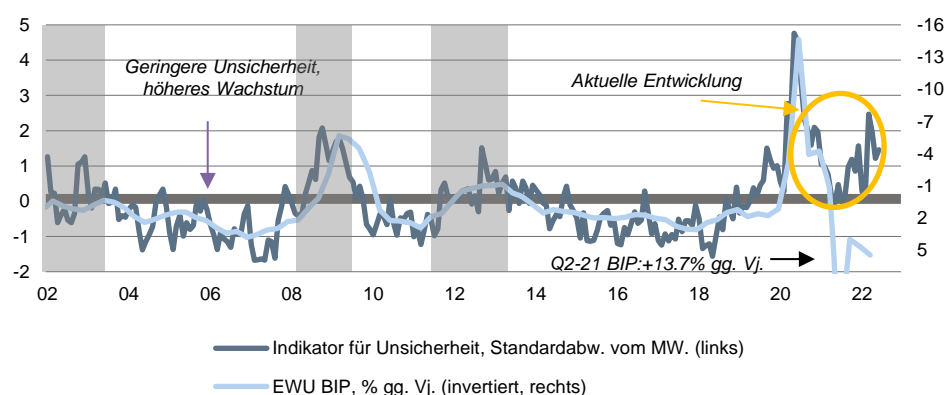
Quelle: IHS Markit



## Basisprognose unverändert: 25 Bp. im Juli und 50 Bp. im September

Dennoch wird die schiere Ungewissheit der aktuellen Situation – die Ungewissheit über den Ukraine-Krieg und den Status der russischen Gaslieferungen nach Europa; die Ungewissheit über den US-Konjunkturzyklus und das Ausmaß, in dem dieser Europa belasten wird; die Ungewissheit darüber, wie die hoch verschuldeten Mitgliedstaaten eine Anhebung der Leitzinsen verkraften werden – wahrscheinlich dazu führen, dass die Politik der EZB dem Drehbuch folgt. Das heißt, sie wird die Zinsen im Juli um 25 Basispunkte anheben und weiterhin einen bedingten Ansatz für den Umfang der Anhebung im September signalisieren.

Noch mitten im Unsicherheitsschock des Kriegesbeginns



Quellen: Eurostat, Macrobond, Deutsche Bank Research

In Anbetracht unserer Inflationssorgen – und sofern der Gasfluss nicht gänzlich zum Erliegen kommt – bleibt eine Anhebung um 50 Basispunkte im September vorerst unsere Grundannahme. Ein großer unvorhergesehener Schock in der nahen Zukunft könnte die EZB jedoch von ihrer Zusage für Juli/September entbinden. Die zunehmende Unsicherheit könnte dazu führen, dass Präsidentin Lagarde mehr Wert auf Gradualismus legt und von der Aussicht auf eine Zinserhöhung in größerem Umfang im September etwas zurückweicht – je nach Daten und Ereignissen in der Zeit bis dahin.

## Rezession könnte Pause des Erhöhungszyklus in 2023 erfordern

Die EZB hat für den Zinserhöhungszyklus nach Juli/September nur wenige Hinweise gegeben, abgesehen davon, dass sie den Zinserhöhungszyklus als eine „Reise“ bezeichnet, die wahrscheinlich nicht im September enden wird. Das Fehlen von Leitlinien mag für die Märkte frustrierend sein, steht aber im Einklang mit dem „datenabhängigen“ Ansatz der EZB und dem Wunsch nach mehr „Optionalität“/„Flexibilität“.

Bisher gingen wir von einem Leitzins von 2% im zweiten Quartal 2023 mit einem kontinuierlichen Zinserhöhungszyklus und drei Erhöhungen um 50 Basispunkte vor Jahresende aus. Diese Einschätzung haben wir angepasst. Zwar dürfte die Inflation noch höher als bis dato erwartet ausfallen. Allerdings haben wir unsere Wachstumserwartungen deutlich nach unten korrigiert. Die nunmehr erwartete leichte Rezession könnte den Erhöhungszyklus unterbrechen.

In unserem neuen EZB-Basisszenario erwarten wir weiterhin, dass die EZB den Leitzins bis auf 2% anheben wird (terminal rate), teilen aber den Erhöhungszyklus auf. In der ersten Phase werden die Zinsen im Juli/Sep./Okt./Dezember um



25 Bp./50 Bp./50 Bp./25 Bp. angehoben. Ende 2022 erreicht der Einlagensatz dann 1%, also das untere Ende der Spanne des neutralen Zinses. Dann dürfte die einsetzende Rezession eine Pause erzwingen. In der zweiten Phase im ersten Halbjahr 2024 werden die Zinssätze viermal um 25 Basispunkte erhöht und damit leicht über das neutrale Niveau angehoben, um Inflations Sorgen weiter einzudämmen, sobald sich die Wirtschaft erholt.

### Pause könnte aber auch kürzer ausfallen

Die zweite Phase der Zinserhöhungen könnte schon früher beginnen. Tatsächlich ist eine Pause im Zinserhöhungszyklus nicht unvermeidlich.

Es gibt mehrere Faktoren, die die Wahrscheinlichkeit und Dauer einer Pause im Wanderzyklus bestimmen. (1) Geschwindigkeit der Schrumpfung. Ein rascher und starker Rückgang des BIP wird eher zu einer Pause im Konjunkturzyklus führen. (2) Inflationserwartungen. Wenn sich die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen der Haushalte wieder dem 2%-Ziel annähern, würde es der EZB leichter fallen, eine Pause einzulegen. (3) Löhne. Wenn die Lohnabschlüsse niedriger als befürchtet ausfallen, wäre es leichter, eine Pause einzulegen. Ebenso wäre es einfacher, eine Pause einzulegen, wenn die Zusammensetzung der Lohnabschlüsse eher auf Einmalzahlungen als auf dauerhafte Lohnerhöhungen hinausläuft. (4) Fiskalpolitik. Je weniger großzügig die fiskalpolitischen Maßnahmen ausfallen, desto eher kann die EZB eine Pause einlegen.

Es gibt noch einen weiteren Faktor, der Tempo und Ausmaß des Straffungszyklus beeinflussen könnte: die Fragmentierung der Märkte. Um hier Abhilfe zu schaffen, wird die EZB voraussichtlich am 21. Juli ein Instrument zur Bekämpfung der Fragmentierung ankündigen.

### Wir erwarten ein wirksames Anti-Fragmentierungsinstrument

Nach einer Ad-hoc-Sitzung (Dringlichkeitssitzung) am 15. Juni kündigte der EZB-Rat den Einsatz seines Anti-Fragmentierungsinstrumentariums an. Wir schätzen, dass 10-jährige BTP-Renditen von über 3,5 bis 4,0% nicht dauerhaft mit der Tragfähigkeit der italienischen Staatsverschuldung vereinbar sind. Daher war es keine Überraschung, dass die EZB bei einem Anstieg der Renditen auf über 4% zu dem Schluss kam, dass die Geldpolitik unter einer „ungleichmäßigen Übertragung“ leidet, und die EZB beschloss, das Anti-Fragmentierungsinstrumentarium einzusetzen.

Im Einklang mit der zweistufigen Reaktion, die die EZB seit mehreren Monaten angedeutet hatte, kündigte die EZB zwei Entscheidungen an. Erstens wird die EZB die Flexibilitäten im Rahmen des PEPP-Reinvestitionsprogramms (ab 1. Juli) nutzen. Zweitens beauftragte die EZB als Zeichen der Ernsthaftigkeit der Fragmentierungsgefahr ihre Ausschüsse mit der „beschleunigten Fertigstellung“ der Konzeption eines neuen Anti-Fragmentierungsinstrumentariums.

Die Bekämpfung der Fragmentierung ermöglicht es der Geldpolitik, sich auf die Gewährleistung von Preisstabilität zu konzentrieren, ohne durch länderübergreifende Divergenzen behindert zu werden. Die Zentralbanken weltweit stehen wohl vor der größten Bewährungsprobe in Bezug auf die Inflation seit den 1970er Jahren. Für die EZB ist die Lage noch komplizierter. Die EZB steht vor ihrer größten Bewährungsprobe in Bezug auf die Inflation seit ihrer Gründung im Jahr 1999. Die derzeitigen Umstände sind eine Gelegenheit für die EZB, das Erbe der Bundesbank – die Glaubwürdigkeit bei der Inflationsbekämpfung – für die gesamte Zone zu sichern. Die Sicherung dieses Vermächtnisses könnte eine wertvolle Quelle der Stabilität für Europa sein.



Angesichts unserer Einschätzung der Inflation und der Notwendigkeit, die Geldpolitik auf einen moderat straffen Kurs zu bringen, war es unserer Ansicht nach unvermeidlich, dass die EZB ein neues Instrument zur Bekämpfung der Fragmentierung schaffen musste.

Wir gehen davon aus, dass die EZB am 21. Juli die Einzelheiten des neuen Anti-Fragmentierungsinstruments bekannt geben wird. Dieses sollte es der EZB ermöglichen, die Zinssätze so weit anzuheben, wie es zur Gewährleistung der Preisstabilität erforderlich ist. Unser Vertrauen in ein wirksames Instrument ergibt sich aus dem, was die EZB in der Vergangenheit erreicht hat. Die Stabilität des Euroraums wurde zweimal durch eine Fragmentierung bedroht und zweimal wiederhergestellt, einmal während der Staatsschuldenkrise und einmal während der Pandemie. Die EZB hat in beiden Fällen Lehren gezogen. In der ersten Episode wurde ein schwaches SMP letztlich durch ein starkes OMT übertriften. In der zweiten Episode trug die rasche Ankündigung des flexiblen PEPP dazu bei, eine destabilisierende Fragmentierung zu vermeiden.

### Größe

Um möglichst effektiv zu sein, muss das Anti-Fragmentierungswerkzeug eine glaubwürdige „Bazooka“ sein. Es gibt zwei Ansätze zur Festlegung einer glaubwürdigen Größe. Der eine ist ein unbegrenztes Instrument. Das OMT war ausdrücklich unbegrenzt, was einen Teil seines Erfolgs ausmachte. Der Gouverneur der Banque de France, Villeroy de Galhau, sagte kürzlich, dass das neue Instrument „so viel wie nötig zur Verfügung stehen sollte, um unsere unbegrenzte Verpflichtung zum Schutz des Euro sehr deutlich zu machen“: „Wir sind der Preisstabilität und dem Schutz des Euro verpflichtet“ (Corriere della Sera, 20. Juni 2022). Dieser Hinweis auf die „Grenzenlosigkeit“ deckt sich mit Schnabels Bemerkung, dass „unser Engagement keine Grenzen hat“ (siehe „In Vielfalt geeint – Herausforderungen für die Geldpolitik in einer Währungsunion“, Rede von Isabel Schnabel, EZB-Direktorium, 14. Juni 2022), eine Variation des Themas „whatever it takes“. Der alternative Ansatz ist eine große und anpassbare Obergrenze. Dies war der erfolgreiche Ansatz, der mit dem PEPP-Portfolio verfolgt wurde.

### Ziel

Das neue Anti-Fragmentierungsinstrument wird eine Backstop-Fazilität sein, kein reguläres Kaufprogramm. Per Definition wird das Instrument auf Renditen/Spreads abzielen. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass die EZB explizite Zielvorgaben machen wird. Anstelle von Ecklösungen (Festsetzung von Preis oder Menge) hat die EZB mit dem PEPP flexiblere innere Lösungen bevorzugt, bei denen sie regelmäßig die Angemessenheit der finanziellen Bedingungen (Preis) überprüft und die Leitlinien für den Ankauf von Vermögenswerten (Menge) in Abhängigkeit von den Inflationsaussichten anpasst. Das neue Instrument wird wahrscheinlich einen ähnlich flexiblen Ansatz verfolgen. Es ist zu bedenken, dass die EZB angesichts des Fehlens einer politischen Union und der Beschränkung der monetären Finanzierung nicht eingreifen kann, um einem „fundamentalen“ Druck auf die Renditen bzw. die Spreads entgegenzuwirken. Die Notwendigkeit, zwischen fundamentalem und nicht-fundamentalem Rendite-/Spannungsdruck zu unterscheiden, bedeutet, dass die EZB kein festes Ziel festlegen kann.

### Konditionalität

Ein höheres „Moral hazard“-Risiko bedeutet in der Regel eine strengere Konditionalität, z.B. ist das OMT-Programm auf Mitgliedstaaten beschränkt, die einem



ESM-Programm zustimmen. Dagegen war Moral hazard bei der Pandemie nicht relevant und sollte es auch bei einem gemeinsamen Inflationsschock nicht sein. Dies bedeutet, dass eine weniger strenge Konditionalität möglich ist. Wie beim PEPP könnte die EZB mit dem neuen Instrument intern beurteilen, ob sich die Renditen/Spreads aus „fundamentalen“ oder „nicht-fundamentalen“ Gründen bewegen; die EZB beschränkt sich darauf, nur zur Korrektur der letzteren einzugreifen. Die Verwendung einer solchen internen impliziten Konditionalität deutet darauf hin, dass ein zeitlich begrenztes Instrument wahrscheinlicher ist als ein dauerhaftes Instrument. Ein befristetes Instrument, das auf die Besonderheiten der aktuellen Situation zugeschnitten ist, kann eher als verhältnismäßig und damit als rechtlich haltbar eingestuft werden. Die Alternative wäre eine OMT-ähnliche explizit exogene Konditionalität, die an die Einhaltung des politischen Rahmens der EU geknüpft ist (Stabilitäts- und Wachstumspakt, Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht, NGEU, usw.).

### Sterilisierung der Käufe

Beim Liquiditätsmanagement besteht die Wahl zwischen der einfachen Sterilisierung und der komplexen Veräußerung anderer Wertpapiere, wobei letztere den Verkauf von Kernwertpapieren zum Kauf von Peripheriewertpapieren impliziert. Wir erwarten eine Sterilisierung (Verkauf von einwöchigen Einlagenzertifikaten). Da die Inflationsrisiken jedoch weiter steigen, könnte die Flexibilität, die durch den Verkauf anderer Wertpapiere (Kern-QT zum Ausgleich von Peripherie-QE) und die Fähigkeit, die zusätzliche Liquidität aus neuen Nettokäufen (Outright-Netto-QT) mehr als auszugleichen, für die EZB irgendwann wichtig werden.

### 21. Juli: Ein politisches „Paket“

Aus den obigen Ausführungen folgt, dass wir am 21. Juli ein politisches „Paket“ erwarten: (1) eine Anhebung des Einlagensatzes um 25 Basispunkte, (2) ein neues Anti-Fragmentierungsinstrument, (3) die Sterilisierung des neuen Instruments, um die Auswirkungen auf die Gesamtliquidität zu neutralisieren. Die APP-Leitlinien könnten geändert werden, um einen schnelleren Ausstieg aus den vollständigen Reinvestitionen zu signalisieren, wenn sich die Inflationssichten weiter verschlechtern, obwohl die zunehmende Bedrohung des Wachstums dieses bedingte QT-Signal vorerst verhindern könnte.

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

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





## Auf dem Weg in die Rezession

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
22.07.2022	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Juli	48,0	52,0
22.07.2022	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Juli	48,0	52,4
25.07.2022	10:00	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Juli	88,0	92,3
28.07.2022	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj.)	Juli	7,5	7,6
29.07.2022	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Juli	5,4	5,3
29.07.2022	10:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.)	Q2 2022	0,2	0,2
01.08.2022	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Juni	0,5	0,6
03.08.2022	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Juni	-0,4	0,9
03.08.2022	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Juni	2,0	1,6
03.08.2022	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Juni	3,0	3,5
04.08.2022	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Juni	0,5	0,1
05.08.2022	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Juni	1,0	0,5

\*lt. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt, Bundesagentur für Arbeit, ifo, Markt

Marc Schattenberg, Sebastian Becker & Jochen Möbert



## Auf dem Weg in die Rezession

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	1,625	-0,10	0,00	1,25					6,50	11,54	7,00
Sep 22	2,875	-0,10	0,75	2,25					7,00	10,50	7,25
Dez 22	3,625	-0,10	1,50	2,50					7,50	10,50	7,25
Mrz 23	4,125	-0,10	1,50	2,50					7,50	10,50	7,25

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	2,74	0,01									
Sep 22	3,40	-0,03									
Dez 22	4,10	-0,03									
Mrz 23	4,30	-0,03									

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,98	0,24	1,21	2,16							
Sep 22	3,55	0,24	1,20	1,93							
Dez 22	3,85	0,24	1,55	1,85							
Mrz 23	3,85	0,24	1,75	1,85							

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,01	138,19	0,85	1,20	0,99	10,52		10,22	4,78	400,37	24,53
Sep 22	1,00	140,00	0,88	1,14	0,98	10,75		10,50			
Dez 22	1,05	135,00	0,90	1,17	0,95	10,75		10,50	4,50	390,00	25,00
Mrz 23											

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



## Auf dem Weg in die Rezession

Deutschland: Datenmonitor

	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Feb 2022	Mrz 2022	Apr 2022	Mai 2022	Jun 2022	Jul 2022
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	99,0	100,0	96,6	95,2	92,4	98,6	90,8	91,9	93,0	92,3	
ifo Geschäftserwartungen	101,4	98,8	94,2	93,1	86,5	98,3	84,9	86,8	86,9	85,8	
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	106,0	105,0	101,6	99,7	93,9	104,4	91,9	93,3	94,8	93,7	
Produktion (% gg. Vp.)	-0,7	-2,8	2,6	-0,2		0,1	-4,8	1,8	0,5		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	4,0	1,5	-4,6	2,6		-1,3	-4,2	-1,8	0,1		
Grad der Kapazitätsauslastung	84,9	86,1	85,9	85,8	84,9						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	3,8	-1,5	1,2	4,0		0,7	0,2	-4,8	2,2		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-2,8	4,5	1,3	-0,8		-2,8	9,3	-16,4			
ifo Bauhauptgewerbe	103,4	105,6	106,6	101,9	94,0	105,4	95,2	90,7	94,7	96,5	
<b>Konsumentennachfrage</b>											
<b>EC Konsumentenbefragung</b>											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-4,5	-1,5	-4,5	-8,9	-19,0	-6,2	-15,3	-18,9	-18,3	-19,9	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	5,1	0,4	0,2	-0,6		0,2	1,7	-5,4	0,6		
	44,2	-24,6	-31,0	-4,6	-16,7	3,2	-17,5	-21,5	-10,2	-18,1	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	2,2	4,4	-7,0	5,6		-2,4	-5,8	-3,4	1,3		
Exporte (% gg. Vp.)	2,6	0,9	4,8	1,9		5,5	-2,8	4,3	1,6		
Importe (% gg. Vp.)	6,3	0,6	10,0	5,2		6,0	3,3	3,5	3,5		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	42,8	44,1	30,7	20,5		9,3	2,0	3,1	0,9		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	5,9	5,5	5,3	5,1	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,3	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-45,7	-178,3	-111,7	-101,3	5,7	-31,0	-18,0	-13,0	-5,0	133,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,0	0,6	0,9	1,5		1,6	1,6	1,7	1,7		
ifo Beschäftigungsbarometer	100,8	103,4	103,5	102,9	103,3	104,3	102,1	102,7	104,0	103,3	
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	2,2	3,5	5,4	6,1	8,2	5,5	7,6	7,8	8,7	8,2	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,3	2,1	3,6	3,1	3,7	3,0	3,4	3,9	4,0	3,2	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)											
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	54,9	39,2	33,4	33,6	23,5	31,1	39,9	34,9	21,0	15,3	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	69,0	73,3	79,6	96,2	111,7	93,9	109,2	104,4	112,5	118,3	
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	41,3	43,0	45,1	51,1	56,7	42,5	65,8	62,8	55,6	51,8	
EC Unternehmensumfrage	36,8	47,1	55,2	60,0	65,1	57,4	65,6	70,9	65,7	58,7	
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	-4,4	2,1	3,0	1,8							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	5,1	4,0	3,7	4,8							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	-0,7	2,8	1,4	2,6							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	6,4	6,3	5,6	5,1		6,1	5,1	5,3	4,6		
Trend von M3*						5,8	5,6	5,5	5,0		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	3,8	4,4	5,3	5,5		5,7	5,5	6,1	6,2		
Kredite an öffentliche Haushalte	9,9	6,3	2,6	16,0		17,3	16,0	11,3	18,3		

% gg. VP = Veränderung gegenüber der Vorperiode; \* zentrierter 3M-Durchschnitt

Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bundesbank, Europäische Kommission, Eurostat, Statistisches Bundesamt, HWWI, ifo, Markit



## Auf dem Weg in die Rezession

---

© 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**