



# Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

13. März 2023

## Autoren

Stefan Schneider  
und  
Team Economic Research, Frankfurt

## 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
Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach..	3
Inflation: VPI-Revision: Niedrigeres Inflationsniveau zerstreut die Sorgen nicht.....	7
Arbeitsmarkt mit ruhigerer Gangart bis zum Frühjahr.....	13
Deutsche Industrie: Erneut leichter Rückgang im Jahr 2023 wahrscheinlich, aber Automobilindustrie erholt sich.....	16
Quo vadis Hauspreise: Massive Korrektur oder Preisdelle? Basis-Szenario: Preisdelle .....	20
Unternehmenskredite: Jetzt folgt der Kater	22
Wirtschaftspolitische Ausblick 2023 – Fokus auf industrielle Wettbewerbsfähigkeit und Energiewende .....	24
EZB: Einlagenzinssatz im Sommer bei 3 ¾% – zunehmende Aufwärtsrisiken .....	30
Datenkalender.....	31
Finanzmarktprognosen.....	32
Datenmonitor.....	33

Original in englischer Sprache: 9. März 2023

**Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach.** Mit den überraschend starken harten Daten für Januar steigen die Chancen, dass in Q1 ein weiterer BIP-Rückgang vermieden werden könnte. Dies ist noch nicht unsere Basisprognose, doch es würde Deutschland vor einer technischen Rezession bewahren. Allerdings erwarten wir weiterhin eine Stagnation der Investitionsausgaben des privaten Verbrauchs. Daher halten wir an unserer 0%-Prognose für das deutsche BIP-Wachstum 2023 fest, obwohl die Aufwärtsrisiken seit Jahresbeginn zugenommen haben.

**Inflation: VPI-Revision: Niedrigeres Inflationsniveau zerstreut die Sorgen nicht.** Aufgrund des neuen Wägungsschemas haben wir unsere Inflationsprognosen moderat nach unten revidiert. Dabei handelt es sich im Wesentlichen um eine technisch bedingte Anpassung und nicht um eine veränderte Einschätzung der Inflationsdynamik.

**Arbeitsmarkt mit ruhigerer Gangart bis zum Frühjahr.** Der Rückgang der Arbeitslosigkeit dürfte sich vorerst verlangsamen. Der Beschäftigungsaufbau wird von Zuwanderern getragen. Die Lohnrunde nimmt Fahrt auf, dank kräftiger Einmalzahlungen könnten die Effektivlöhne in 2023 gut 5% zulegen.

**Deutsche Industrie: Erneut leichter Rückgang im Jahr 2023 wahrscheinlich, aber Automobilindustrie erholt sich.** Wir erwarten, dass die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe im Jahr 2023 um 0,5% schrumpfen wird (2022: -0,4%). Die Produktion in energieintensiven Sektoren dürfte erneut deutlich sinken. Die Automobilindustrie könnte angesichts nachlassender Versorgungsprobleme bei Halbleitern einen Anstieg der Inlandsproduktion um 10% verzeichnen. Bei den anderen Investitionsgüterbranchen sind wir etwas vorsichtiger.

**Quo vadis Hauspreise: Massive Korrektur oder Preisdelle? Basis-Szenario: Preisdelle.** Die Hauptfrage im Jahr 2023 dürfte sein, wie weit die Hauspreise fallen werden. Höhere Zinsen könnten für eine kräftige Korrektur sorgen. Aber die Angebotsknappheit, der Inflationsschutz und insbesondere höhere Mieten deuten auf einen verhaltenen Preisrückgang hin.

**Unternehmenskredite: Jetzt folgt der Kater.** Die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige hat sich in Q4 etwas abgekühlt, blieb aber in H2 insgesamt stark.

**Wirtschaftspolitische Ausblick 2023 – Fokus auf industrielle Wettbewerbsfähigkeit und Energiewende.** Weniger (fiskalischer) Spielraum für Kompromisse, aber keine Gefahr für Zusammenhalt der Koalition. Sowohl Wirtschaftsminister Habeck als auch Finanzminister Lindner dürften in Kürze Vorschläge für eine grüne Industriepolitik und eine Unternehmensteuerreform vorlegen.

**EZB. Einlagenzinssatz im Sommer bei 3 ¾% – zunehmende Aufwärtsrisiken.** Die Kerninflation ist hartnäckig. Keine Zinssenkung vor Mitte 2024 erwartet.



## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

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

\* 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.

					2022				2023			
	2021	2022	2023P	2024P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	2,6	1,8	0,0	1,0	0,8	0,1	0,5	-0,4	-0,3	0,2	0,3	0,2
Privater Konsum	0,4	4,3	0,0	1,2	0,7	0,6	0,7	-1,0	-0,4	0,6	0,7	0,3
Staatsausgaben	3,8	1,2	1,0	1,4	0,6	0,5	-1,2	0,6	0,5	0,3	0,3	0,5
Anlageinvestitionen	1,2	0,4	-2,7	1,9	2,3	-1,2	1,3	-2,5	-0,1	-0,4	-0,3	0,5
Ausrüstungen	3,5	3,3	-0,2	2,1	1,8	1,1	5,4	-3,6	-1,8	0,8	0,5	0,6
Bau	0,0	-1,7	-4,5	-0,3	3,5	-3,2	-0,9	-2,9	1,0	-1,7	-1,0	0,4
Lager, %-Punkte	0,5	0,5	0,1	-0,3	-0,2	0,6	0,1	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0
Exporte	9,7	2,9	2,5	3,3	-0,3	0,7	1,9	-1,0	1,1	1,0	1,3	0,7
Importe	9,0	6,0	2,7	3,1	-0,5	2,3	2,1	-1,3	1,0	0,9	1,3	1,0
Nettoexport, %-Punkte	0,8	-1,2	0,0	0,2	0,1	-0,7	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1
Konsumentenpreise (VPI)*	3,1	6,9	6,1	2,3								
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,3	5,4	5,2								
Industrieproduktion**	4,8	-0,4	-0,5	1,0								
Budgetsaldo, % BIP	-3,7	-2,6	-2,6	-2,6								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	68,6	67,7	66,1	66,0								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,4	3,8	3,2	3,9								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	265	115,0	130	164								

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

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



## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

- Mit den überraschend starken harten Daten für Januar steigen die Chancen, dass das BIP im ersten Quartal vor einem weiteren Rückgang bewahrt werden kann. Dies ist noch nicht unsere Basisprognose, doch es würde Deutschland vor einer technischen Rezession bewahren.
- Das internationale Umfeld, einschließlich der globalen Lieferkettenprobleme, hat sich deutlich verbessert. Trotz des starken Rückgangs werden jedoch die immer noch erhöhte Unsicherheit und die Realeinkommensverluste aufgrund der hohen Inflation die Investitionsausgaben und den privaten Verbrauch in der ersten Jahreshälfte stagnieren lassen.
- Da die restriktivere Geldpolitik zunehmend spürbar wird und sich die Rezession in den USA, die nun für das vierte Quartal erwartet wird, abzeichnet, wird ein Aufschwung im weiteren Jahresverlauf eher gedämpft ausfallen. Daher halten wir an unserer 0%-Prognose für das deutsche BIP-Wachstum 2023 fest, obwohl die Aufwärtsrisiken seit Jahresbeginn zugenommen haben.

In seiner Regierungserklärung vom 27.02.2022 hat Bundeskanzler Scholz argumentiert, dass der Schock durch den russischen Einmarsch in die Ukraine eine „Zeitenwende“ ausgelöst hat. Der Begriff „Wende“ wird in Deutschland stark mit der deutschen Wiedervereinigung 1989/90 assoziiert und ist – trotz der auferlegten individuellen und kollektiven Belastungen – stark positiv konnotiert. Damals galten die deutsche Wiedervereinigung und der Zusammenbruch des Sowjetblocks als endgültiger Beweis dafür, dass das „Ende der Geschichte“ (Fukuyama) erreicht und dass die Welt tatsächlich flach sei (Friedman). Rund 30 Jahre später ist das Handeln des Landes, das letztlich den Weg zur deutschen Wiedervereinigung freigemacht hatte, nun für die (nächste) „Zeitenwende“ verantwortlich. Russlands Angriff lieferte den endgültigen Beweis dafür, dass die sozioökonomische Entwicklung mit der Vorherrschaft westlicher, liberaler Demokratien (wie von Fukuyama behauptet) bisher kein Happy End gefunden hat.

Die Auswirkungen dieser historischen Zäsur werden vor allem mittel- und längerfristig entscheidende Parameter für die gesellschaftliche und wirtschaftliche Entwicklung sein. Bisher zeichnen sie sich jedoch nur in Umrissen ab und sind sicherlich noch nicht in ihrer gesamten Tragweite zu verstehen, was die konkreten Schritte in Politik und der Unternehmensstrategien erklären könnte, die im Vergleich zu den in Reden und Umfragen geäußerten Absichten eher zögerlich erscheinen.

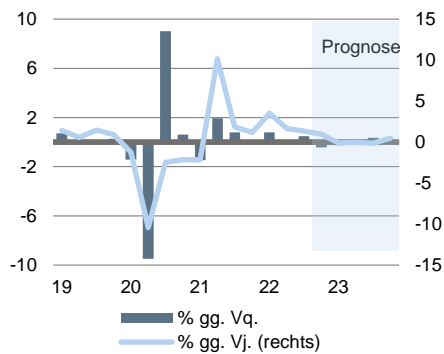
Aber auch für die eher zyklische Entwicklung der nächsten 12 bis 24 Monate ist die Unsicherheit spürbar. In normalen Zeiten finden zyklische Schwankungen um einen stabilen Trend herum statt, wobei sich die Ungewissheit auf die Frage beschränkt, ob das Trendwachstum – die Steigung des Trends – um ein oder zwei Zehntelprozentpunkte höher oder niedriger ausfallen könnte als geschätzt. Diesmal gibt es Bedenken, dass die Steigung viel flacher werden könnte, wie in der Debatte über Wohlfahrtsverluste zum Ausdruck kommt.

Diese Ungewissheit wirkt sich auf das Verhalten der Wirtschaftsakteure aus, was sich bereits in vorsichtigeren Ausgaben- und Investitionsentscheidungen sowie in postulierten neuen politischen Prioritäten zeigt. Diese neuen Prioritäten haben jedoch bisher noch nicht zu einer umfassenden Neubewertung der alten Prioritäten geführt. Da die „Zeitenwende“ zusammen mit einer langen Liste anderer „Wenden“ in Bereichen wie der Geldpolitik, der Klimapolitik, der Verkehrspolitik und der langsamen, aber sich stetig verschlechternden demografischen Entwicklung auftritt, werden sich die Haushaltszwänge verschärfen, wie bereits in der Debatte zwischen den verschiedenen Ministerien im Vorfeld des Bundeshaushalts für das kommende Jahr zu erkennen ist.



## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

### Deutsche Wirtschaft: Technische Rezession im Winter 2022/23?

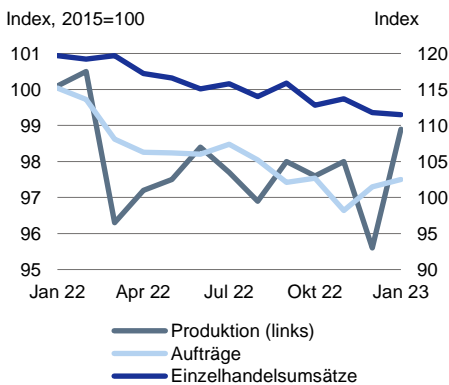


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Starke Konjunkturdaten im Januar – kann eine technische Rezession vermieden werden?

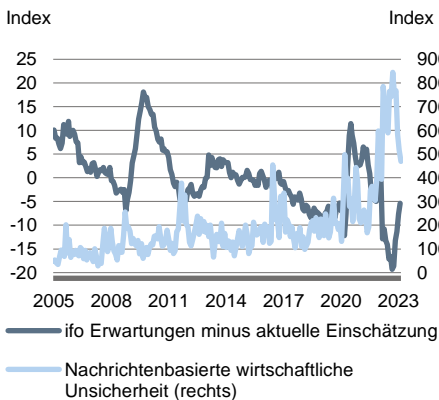
Bei der Vorstellung der Jahreszahlen für das BIP 2022 Mitte Januar überraschte das Statistische Bundesamt mit der optimistischen Aussage, dass die Wirtschaft im vierten Quartal stagniert haben könnte. In der Schnellmeldung für Q4 Ende Januar veröffentlichte das Statistisches Bundesamt dann einen BIP-Rückgang um -0,2% gegen Vorquartal, um diesen schließlich in der endgültigen Q4-Schätzung weiter auf -0,4% zu senken, nicht zuletzt aufgrund der unerwartet schwachen Dezemberdaten (IP, Einzelhandelsumsatz). Der ursprüngliche Rückgang der Industrieproduktion im Dezember um 3,1% auf Monatsbasis wurde auf -2,4% nach oben korrigiert. Wichtiger ist jedoch, dass die Produktion im Januar um 3,5% im Vergleich zum Vormonat gestiegen ist, wobei der witterungsbedingte Anstieg im Baugewerbe um 12,6% im Vergleich zum Vormonat zusätzliche Unterstützung bot (dies könnte allerdings zu einer Gegenbewegung im Februar führen). Mit den neuen Daten hat sich der negative Übertrag, mit dem die Industrieproduktion in Q1 gestartet wäre, in einen positiven Übertrag von 1,9% verwandelt, was fast eine Garantie für einen soliden Produktionsanstieg im Quartalsvergleich für Q1 ist. Die Einzelhandelsumsätze hingegen starteten ziemlich schwach ins neue Jahr und sanken im Januar um 0,3% gegenüber dem Dezember, für den der ursprüngliche Einbruch von -5,3% zumindest auf -1,7% korrigiert wurde. Dennoch deutet die schwache Januarzahl auf einen weiteren Rückgang des privaten Verbrauchs im ersten Quartal hin. Auch unsere BIP-Brückenmodelle auf der Grundlage von Umfragedaten (ifo, PMI usw.) zeigen im Durchschnitt einen geringen Rückgang im Quartalsvergleich, und wir bleiben bei unserer Prognose eines ¼-igen Rückgangs des Q1-BIP. Der Produktionsanstieg im Januar hat jedoch die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass ein negatives Q1-Ergebnis und damit eine technische Rezession vermieden werden kann, wenn auch wahrscheinlich nur um Haaresbreite.

### Konjunkturdaten: Guter Start in 2023



Quelle: Deutsche Bundesbank

### Unsicherheit nimmt ab, bleibt aber hoch



Quellen: ifo, policyuncertainty.com, Deutsche Bank

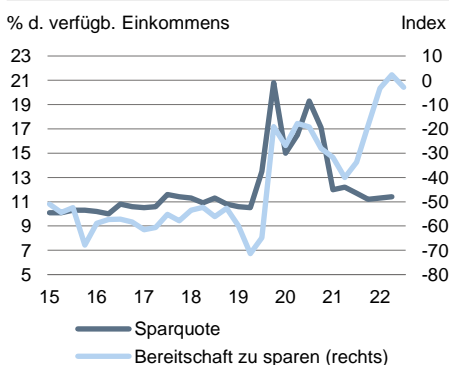
### Hohe Unsicherheit belastet Investitionen und Verbrauch

Die auf Nachrichten basierende wirtschaftliche Unsicherheit hat sich im Vergleich zu ihrem Höchststand im September fast halbiert, ist aber immer noch etwa dreimal so hoch wie ihr langfristiger Durchschnitt.

### Privater Konsum wird kaum mehr als stagnieren

Im 4. Quartal sanken die Verbraucherausgaben um 1% gegenüber dem Vorquartal. Die größten Rückgänge gab es bei den eher diskretionären Ausgabenkomponenten wie Freizeit und Unterhaltung (-7,4% gg. Vj.) sowie Beherbergung und Gastronomie (-7,6%). Natürlich dürfte es sich dabei teilweise um eine Normalisierung handeln, nachdem beide Komponenten im Sommer von einem post-Corona-Nachfrageschub profitiert hatten. Die Stabilisierung der Sparquote von 11,4% im vierten Quartal nach einem Tiefstand von 11,2% im zweiten Quartal und das gedrückte Verbrauchervertrauen von -34 (Q1-Durchschnitt) im Vergleich zu einem langfristigen Durchschnitt von +7,3 sind jedoch wahrscheinlich Anzeichen für eine generelle Konsumzurückhaltung. Innerhalb des GfK-Konsumentenvertrauensindex war die „Kaufbereitschaft“ im Januar/Februar sogar noch etwas schwächer als in Q4. Unsere abgesenkte Inflationsprognose, bei der es sich um eine technische Anpassung unter anderem infolge der Aktualisierung des Basisjahres handelt (siehe „Revision des Verbraucherpreisindex“, S. 7), wird nicht zu einem höheren real verfügbaren Einkommen führen, da zur Deflationierung der nominalen Werte der private Konsumdeflator verwendet wird, der von der Revision nicht betroffen ist. Er hat sich im Laufe des Jahres weiter beschleunigt und erreichte im vierten Quartal eine Jahresrate von 8,8%.

### Sparquote der privaten Haushalte stabilisiert sich



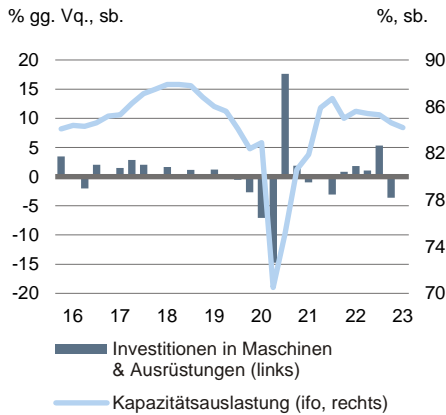
Quellen: EU-Kommission, Deutsche Bundesbank



## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

### Kapazitätsauslastung in Q1 nur knapp über dem langfristigen Durchschnitt

5



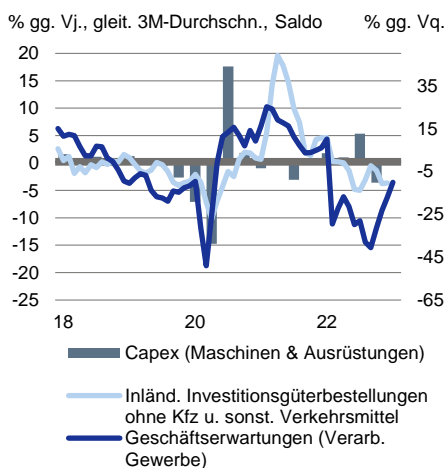
Nach einem mageren Anstieg des real verfügbaren Einkommens um 0,1% im Jahr 2022 gehen wir davon aus, dass die real verfügbaren Einkommen im ersten Halbjahr weiterhin unter Druck stehen werden. In der zweiten Jahreshälfte werden ein deutlicherer Rückgang der Inflationsrate und ein höheres Lohnwachstum infolge der diesjährigen Tarifabschlüsse eine spürbarere Verbesserung ermöglichen. Allerdings wird der private Konsum im Jahresdurchschnitt 2023 mehr oder weniger stagnieren.

### Ausrüstungsinvestitionen werden 2023 leicht schrumpfen

Die Ausrüstungsinvestitionen sanken im vierten Quartal um 3,6% gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie zuvor um 5,4% gestiegen waren. Ausschlaggebend dafür waren massive Ausschläge bei den öffentlichen Investitionsausgaben (+31,6% im 3. Quartal, gefolgt von einem Rückgang um 26,2% im 4. Quartal), die allerdings nur 7 ½% der Gesamtinvestitionen ausmachen. Aber auch die privaten Investitionen gingen zurück, und zwar um 1,7%, nach einem bescheidenen Anstieg von 0,8% in Q3, wobei der Nachholbedarf bei Fahrzeugen eine treibende Kraft für den Q3-Anstieg war.

### Deutscher Investitionszyklus

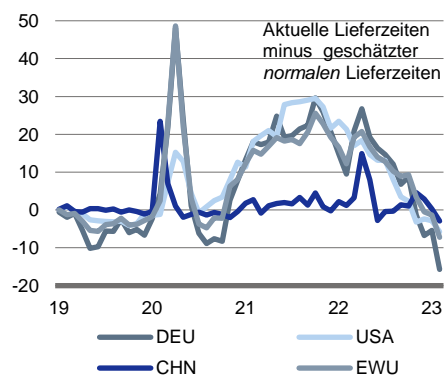
6



Die Mehrzahl unserer Proxy-Indikatoren deutet darauf hin, dass die Investitionsausgaben auch in den kommenden Quartalen gedämpft bleiben werden. 1.) Der Saldo der Geschäftserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe liegt immer noch bei -13,5 (Jan./Feb.). 2.) Die Einschätzung der eigenen preislichen Wettbewerbsfähigkeit außerhalb der EWU durch die Unternehmen blieb im vierten Quartal extrem niedrig (-13,3), nachdem sie im dritten Quartal einen historischen Tiefstand von -15,6 erreicht hatte. 3.) Die Kapazitätsauslastung ging auf 84,2 zurück und liegt damit weniger als einen Prozentpunkt über ihrem langfristigen Durchschnitt. 4.) Im Jahr 2022 sanken die inländischen Aufträge für Kerninvestitionsgüter (ohne Kraftfahrzeuge und sonstige Transportmittel) um durchschnittlich 2 ¾% pro Quartal. 5.) In der Umfrage zur Kreditvergabe der Banken im ersten Quartal meldeten per Saldo 35% aller Banken eine geringere Kreditnachfrage für Investitionszwecke (nach -19,4% im vierten Quartal). 6.) Der Anstieg der Bruttobetriebsgewinne im Jahresvergleich hat sich von 6,2% (Q1) auf 3,9% in Q4 verlangsamt. Eine Analyse des ifo Instituts argumentiert, dass die Bruttobetriebsgewinne in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) die tatsächliche Gewinnentwicklung unterzeichnen könnten, da die Abschreibungen auf der Grundlage von Wiederbeschaffungswerten berechnet werden.<sup>1</sup> Es wird eine alternative Berechnung vorgestellt, bei dem die Gewinnmargen aus den Deflatoren der Bruttowertschöpfung der Sektoren approximiert werden. Während dieses Maß einen Anstieg der Gewinnspannen in wichtigen Dienstleistungssektoren wie Handel, Verkehr und Gaststätten sowie im Baugewerbe erkennen lässt, gibt es keine Anzeichen für steigende Gewinnspannen im Verarbeitenden Gewerbe. Der im Hinblick auf die Investitionsausgaben wichtigste Sektor erhält also keine Unterstützung durch steigende Gewinnmargen. Alles in allem erwarten wir für 2023 einen leichten Rückgang der Investitionsausgaben.

### Lieferkettenprobleme lösen sich auf

7



### Internationales Umfeld hellt sich auf

Seit Dezember gewinnt der Bundesbank-Frühindikator für die weltweite Industrieproduktion allmählich an Fahrt. Mit einem Stand von 99,6 bleibt er leicht unter seinem neutralen Wert von 100. Die globalen Angebotsprobleme haben sich laut dem Global Supply Pressure Index der New Yorker Fed deutlich entspannt. Dies scheint insbesondere für Deutschland zu gelten, wo die Verbesserung nach einem vom PMI abgeleiteten Maß am stärksten war.

<sup>1</sup> ifo Institut, Joachim Ragnitz „Gewinninflation und Inflationsgewinner“, Dezember 2022 und Aktualisierung März 2023.



## China: Jüngste Daten stützen unsere Wachstumsprognose von 6%

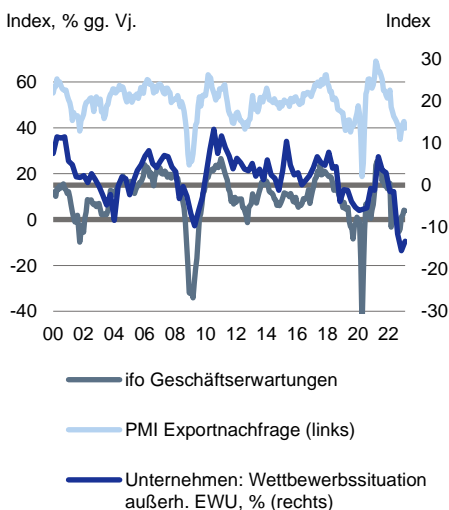
Diese Verbesserungen sind wahrscheinlich auch auf die Entwicklungen in China zurückzuführen. Das Ende der chinesischen Null-Covid-Politik hat einen kräftigen Aufschwung bei den Stimmungsindikatoren und den Immobilienverkäufen ausgelöst, was die Erwartungen unserer Kollegen bestätigt, dass die Wirtschaft in diesem Jahr um etwa 6% wachsen wird und damit deutlich stärker als die zuvor erwarteten 4 ½%. Ein um 1 Prozentpunkt höheres chinesisches Wachstum trägt im Durchschnitt etwa gut ¼ Prozentpunkt zum deutschen Wachstum bei. Da die diesjährige Wachstumsbeschleunigung vor allem vom Inland ausgeht und der wichtige chinesische Automobilmarkt zunehmend von der Inlandsproduktion gespeist wird, sind die Auswirkungen dieses Mal wahrscheinlich geringer, als die historische Elastizität vermuten lässt.

## US-Rezession nun wohl erst in Q4

Die US-Wirtschaft scheint vorerst der Schwerkraft zu trotzen, die durch die strafere Fed-Politik ausgelöst wird. Unsere US-Kollegen gehen inzwischen davon aus, dass die Fed die Zinsen weiter auf 5,6% anheben muss, um die Wirtschaft ausreichend zu bremsen und die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Sie sind nach wie vor der Meinung, dass dies nicht ohne eine harte Landung erreicht werden kann, erwarten aber nun, dass die Wirtschaft erst im letzten Quartal dieses Jahres in eine Rezession fallen wird. Das globale BIP-Wachstum wird nun voraussichtlich um 2,8% im Jahr 2023 steigen, etwa ¾ Prozentpunkt mehr als wir in unserem World Outlook im Dezember 2022 prognostiziert haben.

Export: Stimmungsindikatoren

8



Quellen: ifo, IHS Markit, CPB, EU-Kommission

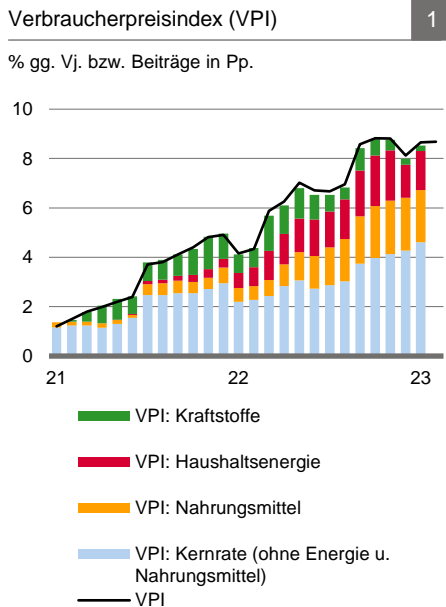
## Deutsches BIP-Wachstum für das Jahr 2023 weiter 0%, Aufwärtsrisiken nehmen zu

Die deutlich verbesserte Gasversorgungslage und das bessere weltwirtschaftliche Umfeld waren die Gründe dafür, dass wir unsere BIP-Prognose für 2023 bereits Mitte Januar von -1% auf 0% angehoben haben. Seitdem haben wir erfahren, dass das BIP im 4. Quartal nicht stagniert hat, wie zuvor vom Statistischen Bundesamt in Aussicht gestellt, sondern stattdessen um 0,4% schrumpfte. Alles in allem halten wir daher an unserer BIP-Prognose für das Gesamtjahr 2023 fest. Eine weitere Verbesserung der globalen Wachstumsaussichten könnte Aufwärtsrisiken für diese Prognose mit sich bringen. Andererseits könnte eine weitere Eskalation in den Beziehungen zwischen den USA und China, die weitere Sanktionen gegen chinesische Exporte auslöst, falls China als Lieferant von Rüstungsgütern an Russland wahrgenommen wird, die jüngsten positiven Entwicklungen konterkarieren.

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



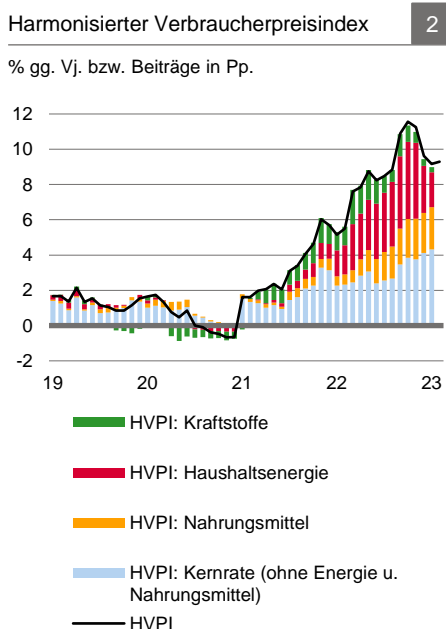
## Revision des Verbraucherpreisindex: Niedrigeres Inflationsniveau zerstreut die Sorgen nicht



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

- Die turnusgemäße Generalrevision des VPI für 2023 führte zu einer deutlichen Abwärtskorrektur des Inflationsprofils/-niveaus für Deutschland im Jahr 2022. Diese lässt sich hauptsächlich durch eine nunmehr deutlich niedrigere Warenkorbgewichtung für Energie erklären.
- Aufgrund des neuen Wägungsschemas revidieren wir unsere Prognosen für die jahresdurchschnittliche VPI-Inflationsrate moderat nach unten auf 6,1% im Jahr 2023 und 2,3% im Jahr 2024 (von zuvor 6,5% und 2,5%). Dabei handelt es sich im Wesentlichen um eine technisch bedingte Anpassung und nicht um eine veränderte Einschätzung der Inflationsdynamik.
- Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Gesamtinflationsrate im Laufe des Jahres 2023 aufgrund ausgeprägter Basis-Effekte bei den Energiepreisen deutlich sinken wird. Im Gegensatz zu diesen „disinflationären“ Effekten im Bereich der Energie dürfte die Kerninflation im ersten Halbjahr 2023 sehr hoch bleiben, ehe sie in der zweiten Jahreshälfte allmählich zurückgehen könnte. Unserer Ansicht nach besteht ein Risiko, dass zu hohe Lohnabschlüsse – und damit Zweitrundeneffekte – die Kerninflation länger als erwartet bei 5% oder mehr halten.

## Wegfall der „Dezember-Hilfe“ für Gas und Fernwärme führt zu Anstieg der Januar-Inflationsrate auf 8,7%



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Die Inflationsrate in Deutschland gemäß des definierten Verbraucherpreisindex (VPI; nationale Definition) stieg im Januar auf 8,7% (Dezember: 8,1%). Im Vergleich zum Vormonat stieg der VPI wie von uns vorhergesagt um 1,0%. Dies geht aus dem revidierten Verbraucherpreisindex des Statistischen Bundesamtes hervor, der nunmehr auf der Grundlage der „neuen“ (Basisjahr 2020) statt der „alten“ (Basisjahr 2015) Warenkorbgewichte berechnet wurde (siehe [Pressemitteilung](#)). Die neuen VPI-Warenkorbgewichte werden für die nächsten fünf Jahre festgeschrieben.<sup>2</sup> Im Gegensatz zum VPI ging die Jahresveränderungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI; europäische Definition) in Deutschland auf 9,2% (Dezember: 9,6%) zurück.

Der sprunghafte Januar-Anstieg der Jahresveränderungsrate des VPI war größtenteils auf höhere Energiepreise zurückzuführen (siehe Abbildung), die um 8,3% gg. Vm. bzw. 23,1% gg. Vj. zulegten (Dezember: 20,3% gg. Vj.). Insbesondere die Preise für Erdgas (46,1% gg. Vm. / 51,7% gg. Vj.) und Fernwärme (63,9% gg. Vj. / 26,0% gg. Vj.) überstiegen ihre Dezember-Niveaus deutlich, nachdem diese zuvor – aufgrund der einmaligen Übernahme der monatlichen Abschlagszahlungen für Gas- und Fernwärmekunden durch den Bund – stark gesunken waren (Dezemberhilfe).<sup>3</sup> Gleichzeitig dürften die „Energiepreisbremsen“ der Bundesregierung, die den Preis für ein Verbrauchskontingent von 80% deckeln, die Preisdynamik bei Strom, Gas und Fernwärme gedämpft haben. Nach Schätzung des Statistischen Bundesamtes könnten sich der inflations-

<sup>2</sup> Wobei das Statistische Bundesamt beschlossen hat, auf der oberen Ebene des Gewichtungsschemas Durchschnittswerte für die Jahre 2019 bis 2021 zu verwenden, um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass das Pandemiejahr 2020 mit Blick auf das Konsumverhalten atypisch war.

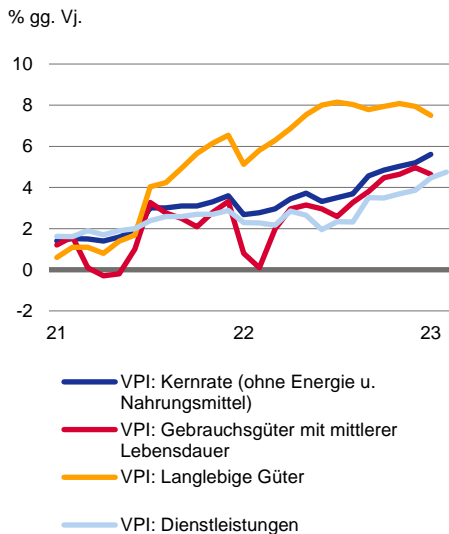
<sup>3</sup> Für diejenigen Privathaushalte, die direkt einen Gas-/Fernwärmevertrag mit einem Versorger abgeschlossen haben (wie z.B. Hauseigentümer), hat das Statistische Bundesamt einen Dezember-Preis von etwa null berücksichtigt.



## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

Die Dienstleistungspreis-inflation ist im Februar auf 4,7% gestiegen

3



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

dämpfende Effekt der „Strompreisbremse“ auf weniger als ¼ Prozentpunkt be-laufen haben, wohingegen die „Gas-/Wärmepreisbremse“ die Jahresveränderungsrate des VPI zwischen ¼ und ½ Prozentpunkten reduziert haben dürfte.<sup>4</sup>

Unterdessen stiegen die Nahrungsmittelpreise saisonbereinigt um 1,0% gg. Vm., sodass die Jahresveränderungsrate weiterhin bei hohen 20,2% liegt (Dezember: 20,4%). Und schließlich stiegen die Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel (Kerninflation) im Vorjahresvergleich auf 5,6% (Dezember: 5,2%) (siehe Abbildung) – und dies, obwohl die Jahresveränderungsrate sowohl für langlebige als auch für kurzlebige Gebrauchsgüter zurückgingen. In diesem Zusammenhang ist erwähnenswert, dass die Dienstleistungspreis-inflation – die nach wie vor durch eine moderate Mietpreis-inflation von knapp 2% gedämpft wird – deutlich auf 4,5% anstieg (Dezember: 3,9%). Der kräftige Anstieg der Dienstleistungspreis-inflation ohne die gewichteten Wohnungsmieten hat den auf Jahressicht nachlassenden Preisaufruf bei den Gebrauchsgütern mehr als kompensiert (siehe Abbildung). Höhere Löhne – über die derzeit in einigen Dienstleistungssektoren (wie z.B. im öffentlichen Dienst auf Bundes- und Gemeindeebene sowie im Verkehrssektor) zwischen den Tarifpartnern verhandelt wird – könnten die Dienstleistungspreis-inflation weiter beflügeln.

### Vorläufiger Februar-Wert: Inflationsrate stagniert bei 8,7%

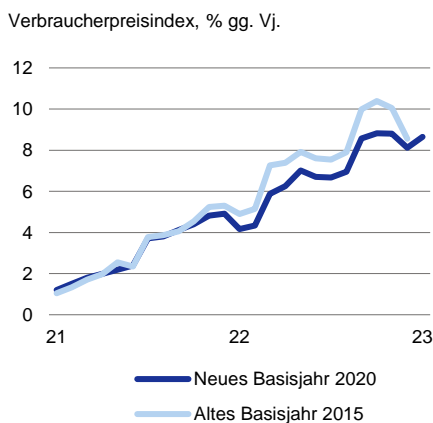
Wie von uns vorhergesagt stieg der Verbraucherpreisindex im Februar nach der vorläufigen Schätzung des Statistischen Amtes (siehe [Pressemitteilung](#)) um 0,8% im Vormonats- bzw. 8,7% im Vorjahresvergleich. Damit lag das Ergebnis über den Konsensus-Erwartungen von „nur“ +0,6% bzw. 8,5%. Der HVPI stieg indessen um 1,0% im Vergleich zum Vormonats- bzw. um 9,3% im Vorjahreswert. Wie üblich veröffentlichte das Statistische Bundesamt lediglich die Werte für den Gesamtindex sowie ausgewählte VPI-Unterkomponenten (wie z.B. zur Energie oder den Nahrungsmitteln). Der endgültige Februar-Wert sowie das detaillierte Zahlenwerk zu den tiefer gegliederten Unterkomponenten werden erst am 10. März veröffentlicht.

Obwohl die Inflationsrate auf einem hohen Niveau stagnierte, belegen die Februar-Zahlen einen nachlassenden Preisdruck für Energie. So sank die Jahresrate der VPI-Energiepreiskomponente (Haushaltsenergie und Kraftstoffe) auf „nur noch“ 19,1%. Wir gehen zudem davon aus, dass ausgeprägte Basiseffekte im Bereich Energie schon im März einen spürbar dämpfenden Einfluss auf die Gesamtinflation haben dürften. Konkret erwarten wir, dass die Jahresveränderungsrate der VPI-Energiepreiskomponente bis dahin die 5%-Marke unterschreiten dürfte, was dazu beitragen würde, die Gesamtinflation auf einen Wert von „nur noch“ um die 7% zu drücken. Vor allem die Heizöl- und Kraftstoffpreisinflation – die unserer Einschätzung nach im März negativ werden könnte – dürfte maßgeblich für diesen Rückgang werden. Aber auch die Jahresveränderungsraten für Gas und Strom könnten sich im März angesichts des deutlichen Rückgangs bei den Großhandelspreisen und dank der staatlichen Energiepreisbremsen abschwächen.

Trotz dieser positiven Aspekte könnte der Preisdruck jenseits des Energiebereichs in den nächsten Monaten groß bleiben. Bei den Nahrungsmittelpreisen stieg die Jahresveränderungsrate im Februar auf 21,8% an. Darüber hinaus deuten die Verkaufspreiserwartungen im Lebensmitteleinzelhandel auf einen anhaltend hohen Preisdruck hin. Auch wenn laut den Februar-Umfragedaten des ifo Instituts im Saldo etwas weniger Lebensmitteleinzelhändler vorhaben die

VPI-Gesamtinflationrate

4



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

<sup>4</sup> Obwohl die Energiepreisbremsen erst ab März greifen, hat die Bundesregierung beschlossen, die privaten Haushalte auch rückwirkend für die ersten beiden Monate des Jahres zu entlasten. Daher hat das Statistische Bundesamt die dämpfenden Effekte der Preisbremsen bereits in den Inflationszahlen für die Monate Januar und Februar berücksichtigt. Die Energiepreisbremsen sind zunächst bis zum Jahresende 2023 befristet, könnten aber bis April 2024 verlängert werden.



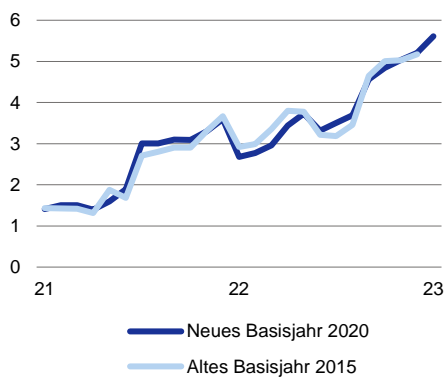


## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

### VPI-Kerninflation

5

VPI ohne Energie und Nahrungsmittel, % gg. Vj.

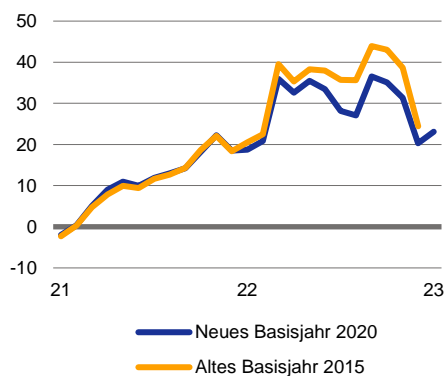


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### VPI-Energiepreisinflation

6

VPI-Energiepreisindex, % gg. Vj.

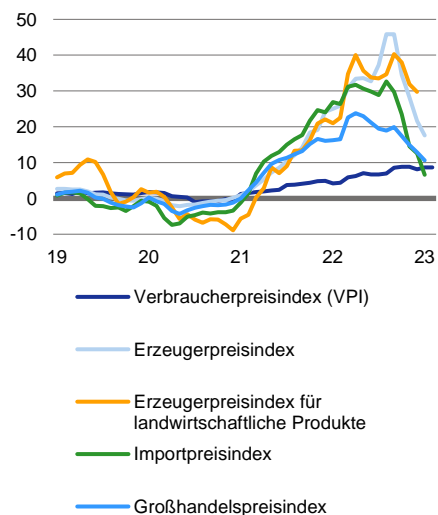


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Preisentwicklung auf den vorgelagerten Stufen

7

% gg. Vj.



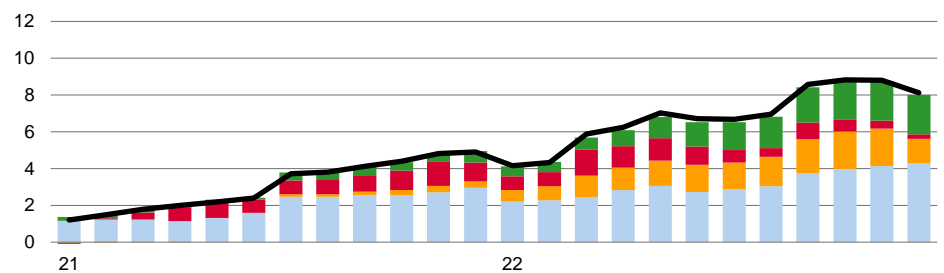
Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Verkaufspreise anzuheben, liegt der Anteil jener Unternehmen, die dies beabsichtigen, noch immer auf einem historisch hohen Niveau (siehe Abbildung). Darüber hinaus stieg die Kerninflation nach saisonbereinigten Daten der Deutschen Bundesbank im Februar weiter an, und zwar um +0,5% im Vergleich zum Vormonat bzw. um 5,7% gegenüber dem Vorjahreswert. Wir gehen davon aus, dass sich die Kerninflation auch in nächster Zeit nicht wesentlich abschwächen dürfte, da noch immer viele Unternehmen dabei sind, ihre höheren Kosten an die Endverbraucher weiterzugeben.

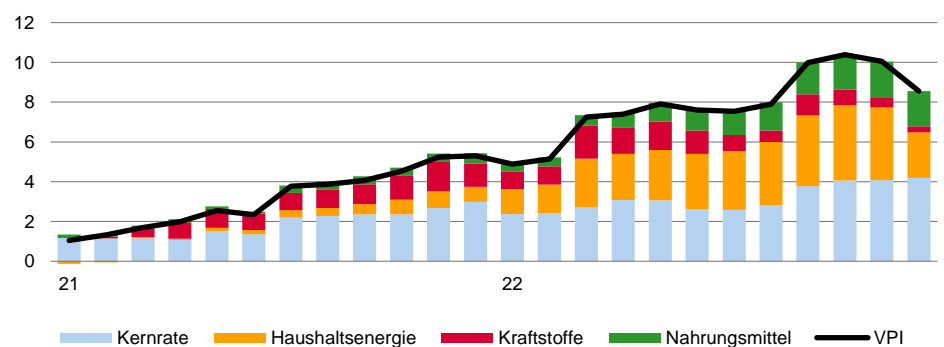
### Jahresveränderungsrate des VPI (% gg. Vj.) bzw. Beiträge (Pp.)

8

Basisjahr 2020



Basisjahr 2015



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Obwohl der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen (Produzenten, Importeure, Großhändler) bereits deutlich nachgelassen hat, könnte es noch einige Zeit dauern, bis auch die Verbraucher von dieser Entwicklung profitieren. Angesichts dieser Zeitverzögerungen gehen wir auch davon aus, dass die Kernrate im Durchschnitt der ersten Jahreshälfte bei hohen 5 ½% liegen und erst im zweiten Halbjahr allmählich nachlassen dürfte. Angesichts der anstehenden Tariflohnverhandlungen besteht zudem ein Risiko, dass zu hohe Lohnabschlüsse die Kernrate noch länger über der Marke von 5% halten könnten.

### 2023er VPI-Revision: Niedrigeres Warenkorbgewicht für Energie hat zu deutlicher Abwärtskorrektur bei der Inflationsrate geführt

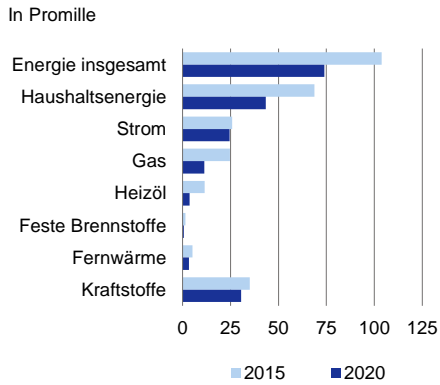
Auch wenn sich die Inflationsdynamik auch nach der Revision im Rahmen unserer Erwartungen bewegte, führte die turnusgemäße, alle fünf Jahre stattfindende Überarbeitung bzw. Umstellung des VPI zu einem deutlich niedrigeren Inflationsniveau/-profil für das vergangene Jahr 2022. Auf der Grundlage der neuen



## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

Warenkorbgewichte für Energie:  
Neues (2020) vs. altes (2015)  
Wägungsschema

9

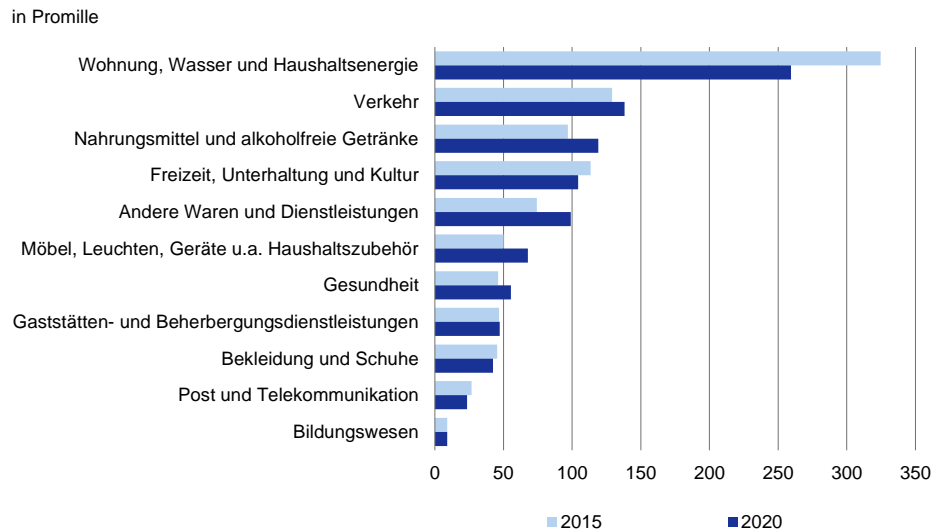


Quelle: Statistisches Bundesamt

Warenkorbgewichte (mit dem Basisjahr 2020) überstieg die Jahresveränderungsrate des VPI im Jahr 2022 nie die 10 %-Marke und erreichte im Oktober/November „lediglich“ Spitzenwerte von 8,8% (siehe Abbildung). Folglich wurde auch der Jahresdurchschnitt der VPI-Inflationsrate für das Jahr 2022 nachträglich um einen vollen Prozentpunkt auf „nur noch“ 6,9% nach unten korrigiert. Der Jahresdurchschnittswert für das Jahr 2021 blieb jedoch unverändert bei 3,1%.

VPI-Wägungsschema nach Abteilungen

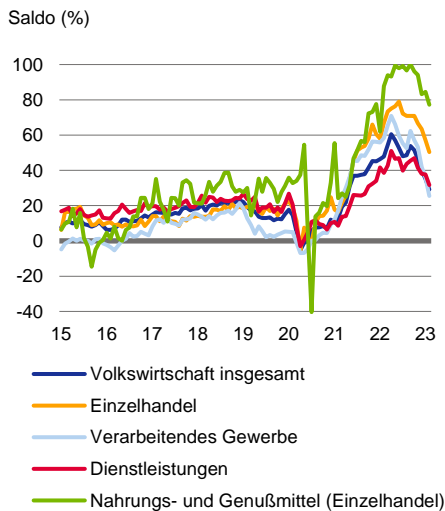
10



Quelle: Statistisches Bundesamt

Verkaufspreiserwartungen  
(ifo Umfrage)\*

11



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

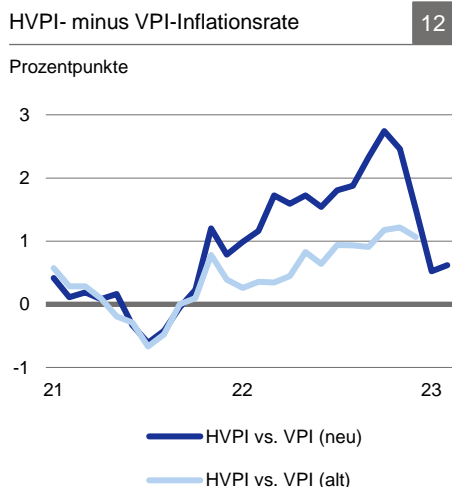
Quellen: ifo, WEFA, Deutsche Bank Research

Die mit der Revision verbundenen Änderungen sind im Wesentlichen auf ein deutlich geringeres Warenkorbgewicht für Energie zurückzuführen, das auf „nur noch“ ca. 7,4% (von zuvor 10,4%) gesunken ist. Dabei ging der größte Teil des Rückgangs auf eine deutlich niedrigere Bedeutung von Haushaltsenergie zurück, dessen Gewicht um ca. 2,5 Prozentpunkte (Pp.) zurückging (siehe Abbildung). Im Bereich der Haushaltsenergie fielen insbesondere die Warenkorbgewichte für Gas (-1,3 Pp.) und Heizöl (-0,8 Pp.) deutlich. Infolge des geänderten Wägungsschemas trugen die Energiepreise im gegenwärtigen Inflationszyklus weit weniger zum Anstieg der Gesamtinflationsrate bei als bisher angenommen. Aber auch das Inflationsprofil für die VPI-Energiekomponente wurde aufgrund der relativen Verschiebungen in der Gewichtung der zugrunde liegenden Energieprodukte nach unten korrigiert (siehe Abbildung).

Das Statistische Bundesamt räumte ein, dass die diesjährige VPI-Revision zu außergewöhnlich hohen Revisionsdifferenzen geführt hat, erklärte dies jedoch mit (a) der Verwendung einer neuen Datenbasis und (b) einer Umstellung des Basisjahres auf 2020 (bzw. auf der oberen Wägungsebene auf eine Durchschnittsbetrachtung für den Zeitraum 2019-21). In diesem Zusammenhang merkte das Statistische Bundesamt an, dass es für die Ableitung der oberen Warenkorbgewichte (d.h. der Gewichtung für die aggregierten Gruppen) fortan nicht mehr auf die amtlichen Haushaltsbefragungen, sondern auf Daten aus der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) zurückgreift. Insgesamt ergab sich aufgrund der Verwendung von VGR-Daten für den privaten Verbrauch (sowie der Umstellung auf den neuen Berechnungszeitraum 2019-21) ein deutlich niedrigeres Warenkorbgewicht für Energie (-3 Pp.). Gleichzeitig erhöhte sich die Bedeutung von Nahrungsmitteln (+2 Pp.) und der in die Kernrate einfließenden Waren und Dienstleistungen (+1 Pp.) in der Inflationsmessung. Für weitere Einzelheiten siehe auch das [Hintergrundpapier des Statistischen Bundesamtes](#).



### Mind the Gap: VPI vs. HVPI



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

Im Verlauf des letzten Jahres hat sich die Differenz zwischen VPI- und HVPI-Inflationsrate aufgrund der unterschiedlichen Berechnungsweise nach und nach vergrößert (siehe auch die untere Tabelle). Im letzten Quartal 2022 lag die HVPI-Inflationsrate um mehr als einen vollen Prozentpunkt über der nach dem „alten“ (2015er) Wägungsschema berechneten VPI-Inflationsrate. Im Vergleich zu der auf dem „neuen“ (2020er) Wägungsschema ermittelten VPI-Inflationsrate betrug die Inflationsdifferenz in der Spitze sogar 2,5 Pp. (Durchschnitt zwischen September und November). Allerdings hat sich der Abstand mittlerweile wieder auf „nur noch“ einen halben Prozentpunkt (Durchschnitt für Januar/Februar) verringert (siehe Abbildung).

Grundsätzlich liegt die Differenz zwischen der nach den harmonisierten, europäischen Regeln und der nationalen Vorgehensweise berechneten Inflationsrate weitestgehend in den unterschiedlich hohen Warenkorbgewichten für Energie und Nahrungsmittel begründet. In Anbetracht der Tatsache, dass der Berechnung des HVPI im Jahr 2022 ein deutlich größeres Warenkorbgewicht für Energie und Nahrungsmittel zugrunde lag (von ca. 12,1% bzw. 11,1% verglichen mit „lediglich“ 7,4% bzw. 10,5% für den VPI nach der „neuen“ 2020er Wägung), war der von der Energie und den Nahrungsmitteln ausgelöste Preisschock im HVPI viel deutlicher als im VPI zu sehen.

**Tabelle: Vergleich zwischen den Wägungsschemata**  
Gewichte (in Promille)

13

	VPI (2020) vs. HVPI (2023) Gewichte			Neue (2020) vs. alte (2015) VPI Gewichte		
	VPI	HVPI	Differenz in Pp.	2020	2015	Differenz in Pp.
<b>Waren</b>	<b>496,64</b>	<b>546,41</b>	<b>-49,8</b>	<b>496,64</b>	<b>468,16</b>	<b>28,5</b>
<b>Dienstleistungen</b>	<b>503,36</b>	<b>453,59</b>	<b>49,8</b>	<b>503,36</b>	<b>531,84</b>	<b>-28,5</b>
<b>VPI ohne Energie und Nahrungsmittel</b>	<b>821,41</b>	<b>786,2</b>	<b>35,2</b>	<b>821,41</b>	<b>811,30</b>	<b>10,1</b>
Waren (ohne Energie u. Nahrungsmittel)	318,05	332,61	-14,6	318,05	279,46	38,6
Nettokalmmieten	172,43	72,83	99,6	172,43	196,32	-23,9
<b>Energie</b>	<b>73,90</b>	<b>97,04</b>	<b>-23,1</b>	<b>73,90</b>	<b>103,83</b>	<b>-29,9</b>
<b>Haushaltsenergie</b>	<b>43,44</b>	<b>55,03</b>	<b>-11,6</b>	<b>43,44</b>	<b>68,82</b>	<b>-25,4</b>
Strom	24,50	29,63	-5,1	24,50	25,92	-1,4
Gas	11,28	13,65	-2,4	11,28	24,77	-13,5
Fernwärme	3,30	2,75	0,6	3,30	5,15	-1,9
Feste Brennstoffe	0,61	0,85	-0,2	0,61	1,44	-0,8
Heizöl	3,75	8,15	-4,4	3,75	11,54	-7,8
<b>Kraftstoffe</b>	<b>30,46</b>	<b>42,01</b>	<b>-11,6</b>	<b>30,46</b>	<b>35,01</b>	<b>-4,6</b>
Benzin	23,19	31,79	-8,6	23,19	25,66	-2,5
Dieselmotorkraftstoff	6,92	9,68	-2,8	6,92	8,64	-1,7
Sonstige Kraftstoffe	0,35	0,54	-0,2	0,35	0,71	-0,4
<b>Nahrungsmittel</b>	<b>104,69</b>	<b>116,76</b>	<b>-12,1</b>	<b>104,69</b>	<b>84,87</b>	<b>19,8</b>

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

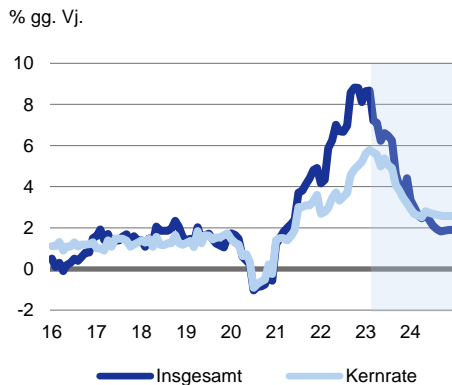
Darüber hinaus kommt es aufgrund der unterschiedlich hohen Berücksichtigung der Wohnungsmieten zu weiteren Differenzen zwischen der HVPI- und VPI-Inflationsrate. Während im VPI auch die sogenannten „unterstellten“ Mieten (für selbst genutztes Wohneigentum) berücksichtigt werden, werden im HVPI „nur“ die tatsächlich gezahlten Wohnungsmieten erfasst, sodass der Anteil der Wohnungsmieten im VPI insgesamt deutlich höher ist als im HVPI. Im Jahr 2023 haben sich die Gewichtungsunterschiede für Energie zwischen dem HVPI und dem VPI (im Vergleich zum Jahr 2022) in etwa halbiert, was dazu beigetragen hat, dass sich der Abstand zwischen diesen beiden Inflationsmaßen seit dem Jahreswechsel verringert hat.



Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

Aufgrund von Basiseffekten dürfte die VPI-Gesamtinflationsrate im Jahresverlauf 2023 deutlich fallen

14



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

**Aktualisierte VPI-Inflationsprognosen: Wir erwarten nunmehr 6,1% für 2023 und 2,3% für 2024**

In Anbetracht des neuen (2020er) Wägungsschemas im VPI haben wir unsere VPI-Inflationsprognosen moderat nach unten auf 6,1% im Jahr 2023 bzw. 2,3% im Jahr 2024 (beides Jahresdurchschnittswerte) revidiert (bisherige Prognose: 6,5% bzw. 2,5%). Dabei handelt es sich im Wesentlichen um eine technisch bedingte Anpassung und nicht um eine geänderte Einschätzung der Inflationsdynamik. Denn die Revision des VPI hat grundsätzlich nichts an unseren kurz- bis mittelfristigen Erwartungen für die Inflation geändert. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass die Gesamtinflationsrate im Laufe des Jahres 2023 dank ausgeprägter Basiseffekte (bei den Energiepreisen) deutlich sinken dürfte. Im Gegensatz zu den vorgenannten „disinflationären“ Auswirkungen im Bereich der Energie dürfte allerdings die Kerninflation auf absehbare Zeit sehr hoch bleiben. Wir erwarten, dass diese im Durchschnitt des ersten Halbjahres 2023 bei 5 ½% liegen und erst in der zweiten Jahreshälfte allmählich zurückgehen dürfte. Unserer Ansicht nach besteht aber nach wie vor ein Risiko, dass zu hohe Lohnabschlüsse – und damit Zweitrundeneffekte – die Kerninflation länger als erwartet bei 5% oder mehr halten.

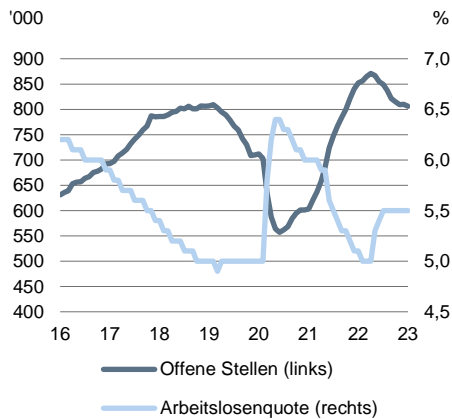
Sebastian Becker (+49 69 910-21548, [sebastian-b.becker@db.com](mailto:sebastian-b.becker@db.com))



## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

Deutscher Arbeitsmarkt weiter stabil,  
Jahresauftakt 2023 eher verhalten

1



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

## Arbeitsmarkt mit ruhigerer Gangart bis zum Frühjahr

- Die zu erwartende technische Rezession im Winterhalbjahr 2022/23 geht auch am deutschen Arbeitsmarkt nicht ganz spurlos vorbei, trotz zunehmender struktureller Engpässe. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit dürfte sich vorerst weiter verlangsamen. Der Beschäftigungsaufbau speist sich zu einem Löwenanteil aus zugewanderten Arbeitskräften.
- Die Lohnrunde des Jahres 2023 gewinnt an Fahrt. Forderungen nach Inflationsausgleich geben den Ton an. Insgesamt werden für rund 11 Mio. Beschäftigte neue Verträge verhandelt. In den aktuell laufenden Verhandlungen im Öffentlichen Dienst zeichnet sich noch keine Einigung ab. Es dürfte vorerst zu weiteren Warnstreiks kommen.

## Arbeitsmarkt mit verhaltenem Jahresauftakt

Der Arbeitsmarkt ist nach wie vor ein Stabilitätsanker für die deutsche Wirtschaft. Dennoch könnte sich dessen positive Dynamik zumindest bis in das Frühjahr hinein abschwächen. Zum einen kommen von der Konjunktur im auslaufenden Winterhalbjahr noch Gegenwinde. Zum anderen dürften auch strukturelle Faktoren sowohl den Beschäftigungsaufwuchs als auch den Abbau der Arbeitslosigkeit dämpfen.

In den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres ging die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl um insgesamt 10.000 zurück. Im Vergleich zu den letzten fünf Jahren vor Ausbruch der Pandemie (2015 – 19: Jan. + Feb. durchschn. -23.000) war der Jahresauftakt 2023 aber eher verhalten. Auch für die nächsten Monate signalisieren vorlaufende Arbeitsmarktindikatoren (ifo, IAB, PMI-Komponenten) in ihrer Gesamtschau vorerst eine Fortsetzung der aktuellen Tendenz. Wird zudem der Basiseffekt des Vorjahres berücksichtigt, dürfte die Arbeitslosenzahl in 2023 trotz Konjunkturbelebung im Sommerhalbjahr bei durchschnittlich rund 2,48 Mio. liegen, nach knapp 2,42 Mio. in 2022. Die Arbeitslosenquote würde so von 5,3% auf 5,4% ansteigen. Im Jahr 2024 könnte sie dann wieder auf 5,2% zurückgehen.

Sollte der Zustrom von Kriegsflüchtlings aus der Ukraine erneut stark anwachsen, könnte die Arbeitslosenzahl durch deren Erfassung bei den Arbeitsagenturen und Jobcentern zunächst sogar wieder deutlich zulegen. Das ist gegenwärtig aber nicht unser Basisszenario.

Auch wenn der Bestand offener Stellen schon einige Monate in Folge abnimmt, sind Arbeitskräfte nach wie vor gesucht. Laut ifo-Befragung melden immer noch viele Unternehmen (Jan: 43,6%; Allzeithoch im Juli 2022: 49,7%) einen Mangel an Fachkräften.

Aus struktureller Sicht dürfte ein kräftigerer Rückgang der Arbeitslosigkeit bzw. ein stärkerer Beschäftigungsaufbau auch zunehmend von der Diskrepanz zwischen dem Anforderungsniveau zu besetzender Stellen und den Qualifikationen Arbeitsloser gebremst werden. Wie angespannt der deutsche Arbeitsmarkt ist, lässt sich mit der „Beveridge-Kurve“ illustrieren. Die jüngsten Datenpunkte weisen eine hohe Vakanzrate (offene Stellen in Relation zur Erwerbsbevölkerung) bei geringer Arbeitslosenquote aus. Es erscheint plausibel anzunehmen, dass in dieser Situation auch Probleme des „Job(mis)matching“ eine wichtige Rolle spielen.

Arbeitsmarktfrühindikatoren

2

Standardisierte Werte

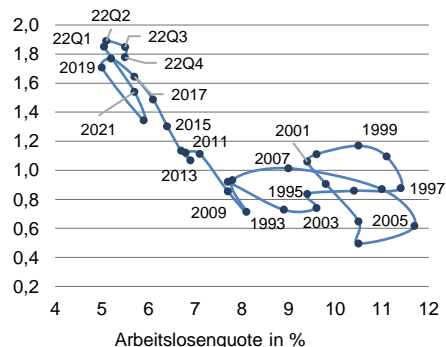


Quellen: ifo, IAB, IHS Markit, Bundesagentur für Arbeit

Beveridge-Kurve für Deutschland

3

Vakanzrate



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research



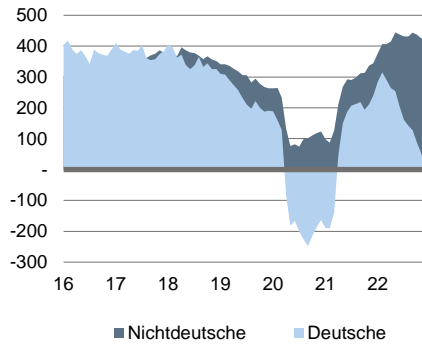
Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

Erwerbstätigkeit und sozialversicherungspflichtige Beschäftigung weiter im Aufwärtstrend

Entwicklung sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung nach Staatsangehörigkeit

4

Veränderung gg. Vj. in Tsd.



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research

Die Erwerbstätigkeit legte in saisonbereinigter Rechnung in Q4 nochmals um 1,1% gg. Vj. zu und kletterte im Januar auf einen neuen Höchstwert von 45,8 Millionen. Die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung entwickelte sich ebenfalls weiterhin gut und erreichte nach vorläufiger Schätzung im Dezember einen Rekordstand von 34,7 Mio. Personen (+446.000 gg. Vj.). Allerdings ließ die positive Dynamik des Stellenaufwuchses im Vorjahresvergleich zuletzt etwas nach, auf 1,3% gg. Vj., verglichen mit noch gut 2% in Q1 2022.

Der langanhaltende Aufwärtstrend in der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung wird schon seit geraumer Zeit durch die Zuwanderung von Arbeitskräften getragen. Im Dezember (akt. Datenstand) lag deren Anteil am Beschäftigungswachstum im Vorjahresvergleich bei 95% (+424.000 gg. +14.000 Deutsche).

Tarifverhandlungen in ausgewählten\* Branchen

5

Tarfbereich	Kündigungstermin	Beschäftigte
Öffentlicher Dienst (Bund, Gemeinden)	laufend	2.777.300
Deutsche Bahn AG	laufend	119.200
Einzelhandel (Hessen)	31. Mrz. 2023	592.700
Kfz-Gewerbe	31. Mrz. 2023	409.500
Einzelhandel (NRW und weitere Regionen)	30. Apr. 2023	1.583.900
Groß- und Außenhandel (NRW und weitere Regionen)	30. Apr. 2023	1.175.300
Einzelhandel (Sachsen Anhalt, Thüringen, Sachsen)	31. Mai. 2023	212.200
Einzelhandel (Berlin, Mecklenburg-Vorpommern, Brandenburg)	30. Jun. 2023	234.400
Öffentlicher Dienst (Länder o. Hessen)	30. Sep. 2023	938.800
Holz und Kunststoff verarbeitende Industrie (versch. Regionen)	30. Nov. 2023	178.900

\*V Verhandlungen für mehr als 100.000 tariflich gebundene Beschäftigte

Quelle: WSI-Tarifarchiv, Deutsche Bank Research

Tarifverhandlungen für rund 11 Mio. Beschäftigte

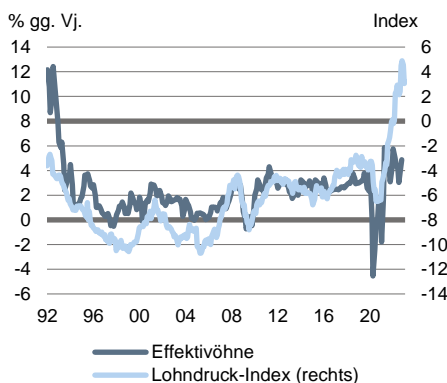
Angesichts der massiven Kaufkraftverluste geben vor allem die Forderungen der Arbeitnehmer nach kräftigem Inflationsausgleich in den laufenden Tarifverhandlungen den Ton an. Zudem dürfte sich die Arbeitnehmerseite infolge der allgemeinen Knappheit an Arbeitskräften gestärkt sehen. So fordert die Gewerkschaft ver.di für den Öffentlichen Dienst von Bund und Gemeinden (2,8 Mio. Beschäftigte) eine Entgeltsteigerung von 10,5% (dritte Verhandlungsrunde am 27./29. März). Die Eisenbahnergewerkschaft EVG (180 Tsd.) fordert bei einer Laufzeit von 12 Monaten eine Tariflohnhebung um 12%, mindestens aber einen Lohnzuwachs von EUR 650 pro Monat.

Noch zeichnet sich in keinem dieser Tarifbereiche eine Einigung ab. Um den Forderungen Nachdruck zu verleihen, kommt es bereits zu Warnstreiks, u.a. an Flughäfen, Kliniken oder bei der Müllabfuhr sowie im ÖPNV. In den kommenden Wochen dürfte es zu weiteren Aktionen kommen.

Hingegen konnten sich ver.di und die Deutsche Post jüngst auf einen Tarifvertrag mit einer Laufzeit von 24 Monaten einigen, sodass ein längerer Streik abgewendet werden konnte. Für das laufende Jahr wurden eine kräftige steuer- und abgabenfreie Einmalzahlung von EUR 1.020 im April vereinbart, gefolgt von weiteren monatlichen Inflationsausgleichszahlungen in Höhe von EUR 180 bis zum März 2024. Im April des nächsten Jahres soll eine tabellenwirksame Anhebung von EUR 340 pro Monat erfolgen. Sie wird sich dann aber auf das Jahr

Entwicklung der Effektivlöhne und Lohndruck-Index

6



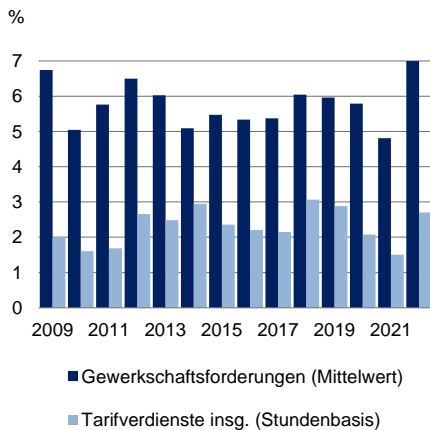
Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research



## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

Gewerkschaftsforderungen und Tariflohnentwicklung im zeitlichen Vergleich

7



Quellen: WSI Tarifarchiv, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

2022 beziehen, da der Effekt der Einmalzahlungen entfällt. Bezogen auf den Jahresdurchschnitt 2024 wird der jährliche Lohnanstieg mit rund 4% verhaltener ausfallen, als es auf den ersten Blick angesichts der EUR 340 pro Monat erscheinen mag. Das verdeutlicht insbesondere der Jahresvergleich der Anstiege der Aprilzahlungen im Jahr 2023 gegenüber 2024.

Rückblickend konnten Gewerkschaften etwa 40% ihrer geforderten prozentualen Lohnanhebungen durchsetzen. Da in diesem und im kommenden Jahr noch steuer- und abgabenfreie Inflationsausgleichsprämien möglich sind, könnten so die prozentualen Anhebungen gedämpft werden. Damit dürften die ohnehin zu erwartenden Zweitrundeneffekte etwas geringer ausfallen.

Die Vereinigung der kommunalen Arbeitgeberverbände hat zuletzt auf die angespannte Kassenlage der Gemeinden verwiesen, bei denen die Personalkosten etwa  $\frac{1}{4}$  der Gesamtausgaben ausmachen dürften. Auf einen hohen Tarifabschluss dürften die Kommunen mit Leistungskürzungen bzw. Gebührenanhebungen reagieren, was aus Inflationssicht ein typischer Zweitrundeneffekt wäre.

Insgesamt werden im kommenden Jahr für knapp 11 Mio. Arbeitnehmer neue Tarifverträge ausgehandelt. Zu den größten Gruppen (knapp oder mehr als 1 Mio. Beschäftigte) zählen der schon genannte Öffentliche Dienst von Bund und Gemeinden, der Einzelhandel in den verschiedenen Regionen, wie auch der Groß- und Außenhandel und nicht zuletzt der Öffentliche Dienst der Länder (ohne Hessen). Letztlich dürften sich diese, aber auch die vielen kleineren Bereiche, wohl an den Tarifabschlüssen in der Metall- und Elektroindustrie und insbesondere dem der Deutschen Post orientieren. Die Ergebnisse könnten sich aus vergleichsweise moderaten prozentualen Lohnsteigerungen und kräftigen Einmalzahlungen in Form von steuer- und abgabenfreien „Inflationsausgleichsprämien“ zusammensetzen. Nach diesem Muster dürften die Tariflöhne in Jahr 2023 um gut 4% zulegen. Dank der zu erwartenden Einmalzahlungen könnten die Effektivverdienste sogar um gut 5% ansteigen.

Die aus den Tarifverhandlungen resultierenden Lohnerhöhungen dürften die Kerninflation auf einem aus Sicht der EZB unerwünschten Niveau halten. Nach einer Schätzung der Bundesbank könnte der sogenannte Pass-Through-Faktor für Deutschland bei etwa einem Drittel liegen. Damit würde eine Veränderung der Löhne um 1% die Verbraucherpreise um etwa 0,3% beeinflussen. Die Ergebnisse der Analyse zeigen jedoch auch, dass der vollständige Anpassungsprozess der Preise länger als ein Jahr dauern dürfte.

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



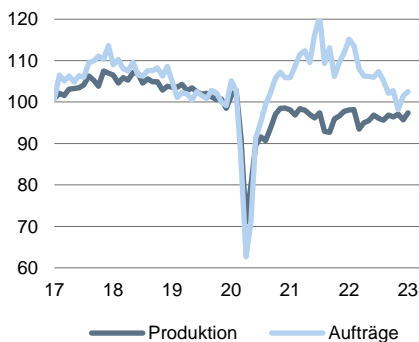
## Deutsche Industrie: Erneut leichter Rückgang im Jahr 2023 wahrscheinlich, aber Automobilindustrie erholt sich

- Wir erwarten, dass die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland im Jahr 2023 um 0,5% schrumpfen wird (2022: -0,4%). Unter der Annahme einer nur moderaten konjunkturellen Erholung in der EWU in den Jahren 2023 und 2024 und einer wahrscheinlichen Rezession in den USA im ersten Halbjahr 2024 könnte die Inlandsproduktion des deutschen Verarbeitenden Gewerbes im nächsten Jahr um bescheidene 1% steigen. Das Produktionsniveau läge damit immer noch um 7% unter dem historischen Höchststand von 2018.
- Auch für 2023 rechnen wir mit einem deutlichen Produktionsrückgang in den energieintensiven Industrien. In der chemischen Industrie ist erneut ein zweistelliger Rückgang zu erwarten (2022: -11,6%). Die Automobilindustrie könnte angesichts nachlassender Versorgungsprobleme bei Halbleitern und eines hohen Nachholbedarfs einen Anstieg der Inlandsproduktion um 10% verzeichnen. Bei den anderen Investitionsgüterherstellern sind wir etwas vorsichtiger: Die Produktion im Maschinenbau könnte 2023 um 1% steigen. Die Elektrotechnik könnte ein Plus von 3% erreichen (hoher Auftragsbestand).
- Die deutschen Erzeugerpreise für gewerbliche Produkte sind im Jahresdurchschnitt 2022 um mehr als ein Drittel expandiert. Dies ist der mit Abstand höchste Anstieg seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 1949. Seit Oktober 2022 sind die Erzeugerpreise im Vormonatsvergleich rückläufig. Angesichts niedrigerer Energiepreise und schwächerer Auftragseingänge könnte sich dieser Trend noch einige Monate fortsetzen. Im Durchschnitt könnten die Erzeugerpreise gegenüber dem Niveau von 2022 sogar leicht sinken.

### Produktion unter früheren Höchstständen

1

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100

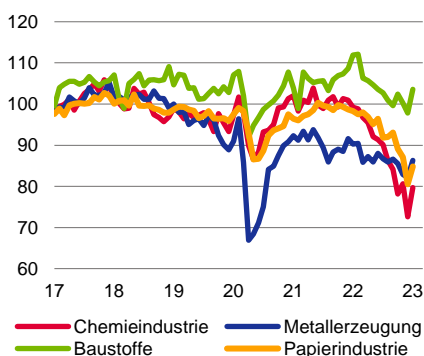


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Spürbarer Produktionsrückgang in energieintensiven Sektoren

2

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

## Energieintensive Industrien stark betroffen

Die inländische Produktion des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland ist im Jahr 2022 um 0,4% gesunken. Dies war der dritte Rückgang in den letzten vier Jahren. Höhere Energiepreise und die eingeschränkte Verfügbarkeit von Gas und Strom haben vor allem in energieintensiven Branchen Spuren hinterlassen. Den stärksten Rückgang musste die chemische Industrie hinnehmen, die große Mengen an Gas sowohl als Energieträger als auch als Rohstoff einsetzt. Hier ging die Produktion im Jahr 2022 im Durchschnitt um fast 12% zurück. Im Bereich der Metallerzeugung schrumpfte die Produktion um 4,6%, in der Baustoffindustrie um 1,9% und in der Papierindustrie um 5,6%.

## Investitionsgüterproduzenten profitieren von hohem Auftragsbestand

Im Gegensatz zu den energieintensiven Sektoren entwickelten sich die Investitionsgüterproduzenten im Jahr 2022 besser, obwohl ihr Geschäft nach wie vor durch Engpässe bei der Versorgung mit Vorleistungsgütern beeinträchtigt wurde. Die Elektrotechnik verzeichnete einen Anstieg der Inlandsproduktion um 4,3%. Die Branche profitiert weiterhin von einer höheren Nachfrage aufgrund von strukturellen Trends wie der Digitalisierung und Investitionen in grüne Technologien. Zudem wirkte ein hoher Auftragsbestand unterstützend, der sich in den letzten Jahren aufgrund anhaltender Störungen in der Lieferkette aufgebaut hatte. Die Produktion im deutschen Maschinenbau stieg 2022 um bescheidene



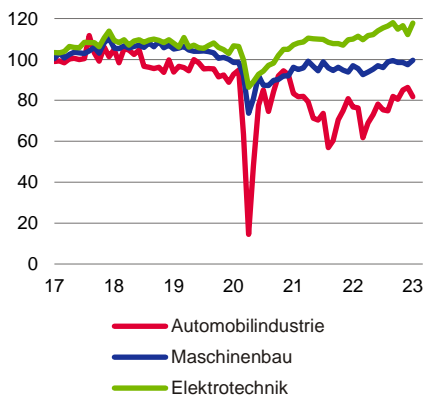


## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

### Automobilindustrie erholt sich von lang anhaltender Krise

3

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

0,6%. Auch diese Branche hat nach wie vor einen hohen Auftragsbestand. Allerdings gingen die Auftragseingänge im Jahr 2022 aufgrund höherer Zinsen und wirtschaftlicher Unsicherheiten angesichts des Krieges in der Ukraine um 6% zurück.

Die Automobilindustrie in Deutschland verzeichnete 2022 erstmals seit 2017 wieder einen Produktionsanstieg (+3,1%). Dennoch lag der Produktionsindex rd. 24% unter dem früheren Höchststand von 2017. Keine andere Branche hatte mehr Probleme mit Lieferengpässen (Halbleiter) als die Automobilindustrie. Der Sektor hat zu Beginn der COVID-19-Pandemie Aufträge storniert und war danach nicht in der Lage, ausreichend Nachschub zu beschaffen, da die Produktionskapazitäten in der Halbleiterindustrie voll ausgelastet waren (mehr Nachfrage aus anderen Sektoren). Diese Engpässe und andere Unterbrechungen der Lieferkette im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine haben die Produktion in Deutschland in den letzten Jahren belastet. Da sich die Nachfrage nach Neufahrzeugen im Laufe der Zeit erholt hat, ist der Auftragsbestand in der deutschen Automobilindustrie bis zum dritten Quartal 2022 gestiegen. Die Probleme in der Lieferkette sind noch nicht gelöst. In der jüngsten ifo-Umfrage für Februar 2023 haben 74% aller Automobilhersteller noch immer Engpässe bei Vorleistungsgütern gemeldet. Diese Zahl liegt zwar unter früheren Spitzenwerten, ist aber immer noch die höchste unter allen Industriezweigen.

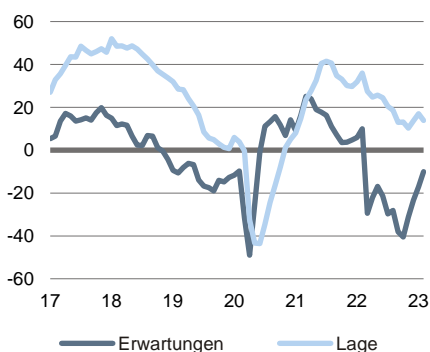
In struktureller Sicht hat der generelle Trend hin zur Elektromobilität an vielen Produktionsstandorten in Deutschland (auch bei den Zulieferern) Reorganisationsmaßnahmen ausgelöst, die die verfügbaren Kapazitäten reduziert haben. Es hat sich zuletzt auch gezeigt, dass Automobilwerke in Deutschland im Segment der Volumenfahrzeuge Schwierigkeiten haben, sich im Wettbewerb mit konzerninternen Standorten in anderen Ländern zu behaupten. Der Anstieg der Inlandsproduktion um 3,1% im Jahr 2022 hat den Abwärtstrend der letzten Jahre zwar gestoppt, und für 2023 ist eine weitere Erholung wahrscheinlich, wenn sich die Störungen in der Lieferkette weiter abschwächen. Die generellen strukturellen Probleme für den Automobilstandort Deutschland sind jedoch weiterhin akut. Dies gilt insbesondere für Autohersteller im Volumensegment und für die Zulieferer, die in ihrem Portfolio einen starken Fokus auf Teile und Komponenten für Autos mit Verbrennungsmotor haben.

Den höchsten Produktionszuwachs in Deutschland verzeichnete 2022 die Pharmaindustrie (+5,1%). Sie ist der dynamischste Industriezweig in Deutschland, was die Inlandsproduktion betrifft. Im Jahr 2022 lag der Produktionsindex um 23% höher als 2015 (Verarbeitendes Gewerbe insgesamt: -3,3%). Viele Menschen in Deutschland litten im vergangenen Jahr an Atemwegserkrankungen, darunter auch COVID-19. Einige Medikamente waren wegen der hohen Nachfrage sogar zeitweise nicht verfügbar. Die Branche profitiert auch von strukturellen Trends wie einer alternden Gesellschaft.

### Geschäftserwartungen noch überwiegend pessimistisch

4

Verarbeitendes Gewerbe, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



Quelle: ifo Institut

### Inländische Produktion könnte 2023 erneut leicht sinken – weitere divergierende Entwicklung erwartet

Die Stimmungsindikatoren im deutschen Verarbeitenden Gewerbe haben sich in den letzten Monaten verbessert. Die ifo Geschäftserwartungen sind im Februar den vierten Monat in Folge gestiegen. Mit einem Wert von -10 liegen sie jedoch weiterhin im negativen Bereich. Der Index für die Knappheit an Vorleistungsgütern ist im Februar 2023 abermals gesunken. Aber es sind nach wie vor fast 46% aller Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes von solchen Engpässen betroffen, wobei bei den Investitionsgüterproduzenten die Knappheiten besonders gravierend sind. Der Wert von 46% liegt immer noch weit über dem Durchschnitt seit 1991 von 9%.

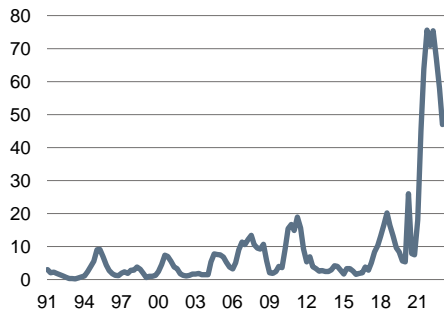


## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

### Störungen der Lieferkette lassen nach

5

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



\* Quartalswerte. Q1 2023 = Durchschnitt Jan. und Feb.

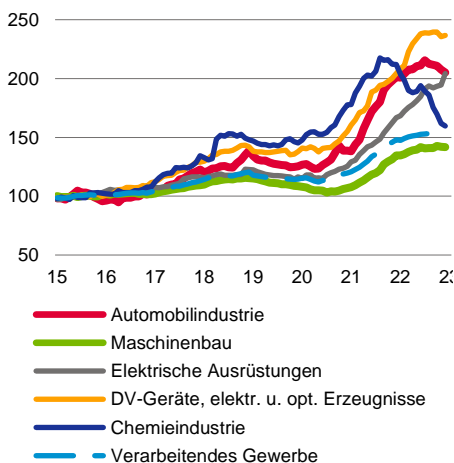
Quelle: ifo

Der Auftragsbestand im Verarbeitenden Gewerbe ist immer noch hoch, aber der Höhepunkt ist überschritten. Wir rechnen damit, dass der Auftragsbestand in den nächsten Monaten zurückgehen wird, da die Auftragseingänge in letzter Zeit deutlich nachgegeben haben. Im 4. Quartal 2022 lag der Auftragseingang im gesamten Verarbeitenden Gewerbe um 8% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Angesichts des insgesamt schwachen wirtschaftlichen Umfelds in Europa und den USA, steigender Zinsen, hoher Energiepreise, eines recht starken Euro und der Unsicherheit über die weitere Entwicklung des Krieges in der Ukraine sehen wir kurzfristig keine schnelle Erholung der Auftragseingänge. Die Unterbrechungen in der Lieferkette werden im Laufe des Jahres 2023 wahrscheinlich nicht ganz verschwinden, aber sie sollten sich zumindest weiter abschwächen. Die hohen Auftragsbestände werden daher der Produktion einen gewissen Impuls verleihen. Der Fachkräftemangel bleibt in vielen Branchen ein Problem, während die Kurzarbeit in energieintensiven Industrien an Bedeutung gewinnen könnte. Positiv ist, dass China angesichts der Aussetzung der COVID-19-Maßnahmen und des hohen Nachholbedarfs wahrscheinlich ein höheres Wirtschaftswachstum verzeichnen wird.

### Auftragsbestand bei Investitionsgüterherstellern noch immer hoch

6

Auftragsbestand nach Sektor in Deutschland, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Für das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland erwarten wir 2023 einen Rückgang der Inlandsproduktion um 0,5%. Unter der Annahme einer nur moderaten konjunkturellen Erholung in der EWU in den Jahren 2023 und 2024 und einer wahrscheinlichen Rezession in den USA im ersten Halbjahr 2024 könnte die Inlandsproduktion des deutschen Verarbeitenden Gewerbes im nächsten Jahr um bescheidene 1% steigen. Das Produktionsniveau läge damit immer noch um 7% unter dem historischen Höchststand von 2018.

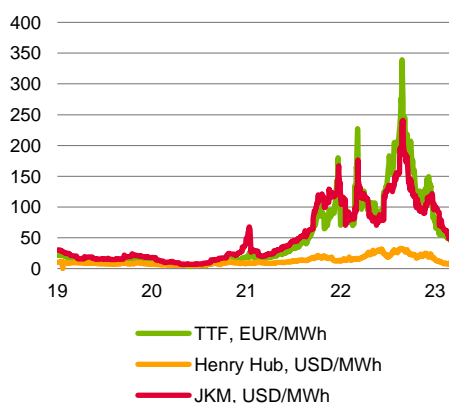
### Keine Erholung für energieintensive Industrien

Die Energiekrise hat sich in den letzten Monaten entspannt. Wir erwarten keine physische Knappheit bei der Gasversorgung. In unserem Basisszenario dürfte der Füllstand der Gasspeicher im Spätwinter 2022/23 nicht unter 60% und im Spätwinter 2023/24 auf etwa 70% fallen. Selbst wenn die Gasnachfrage auf das durchschnittliche Niveau der letzten Jahre zurückkehren sollte, dürften die Gasspeicher im Spätwinter 2023/24 noch zu etwa 30% gefüllt sein. Auch die Gaspreise sind deutlich gesunken. Die TTF-Gaspreise in Europa (1-Monats-Forward) liegen derzeit deutlich unter EUR 50 pro MWh und damit weit unter den im August 2022 erreichten Spitzenwerten von EUR 300. Allerdings sind die aktuellen Preise immer noch dreimal so hoch wie im Jahresdurchschnitt 2019 und fünfmal so hoch wie in den USA (TTF gegenüber Henry Hub). Der Gaspreisdifferenzial zu den USA wird bestehen bleiben und zu „Investment Leakage“ in energieintensiven Industrien führen, die Gas als Ressource für industrielle Prozesse benötigen. Wir erwarten, dass ein gewisser Rückgang der industriellen Gasnachfrage dauerhaft sein wird (Schließung von Anlagen, allgemeine Effizienzsteigerungen, Wechsel der Energieträger). Große energieintensive Produktionsanlagen laufen in der Regel rund um die Uhr und können nicht in Abhängigkeit von den aktuellen Gaspreisen oder der Verfügbarkeit von Energie hoch- oder heruntergefahren werden. Angesichts der Ungewissheit über die Gaspreise dürften die betreffenden Unternehmen mit ihren Produktions- und Investitionsplänen für 2023 zurückhaltend bleiben.

### Gaspreise in Europa deutlich über dem US-Niveau

7

Gaspreis in Europa (TTF), den USA (Henry Hub) und Japan/Korea (JKM)



Quellen: Bloomberg Finance LP, NYMEX

Risiken bestehen nicht nur bei den Energiepreisen, sondern auch bei der Sicherheit der Energieversorgung. Deutschland strebt den Ausstieg aus der Kohleverstromung (idealerweise) bis 2030 an. Der Ausbau der erneuerbaren Energien liegt aktuell jedoch hinter den politischen Zielen zurück. Zudem besteht die Notwendigkeit, neue Gaskraftwerke, die auch mit Wasserstoff betrieben werden können, als Back-up für Zeiten zu bauen, in denen die wetterabhängigen Erneuerbaren nur unzureichend Strom liefern. Sie sind auch notwendig, um die gesicherte installierte Erzeugungskapazität auf Basis von Kohle und Kernenergie zu



## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

ersetzen (die 2022 in Deutschland 40 GW installierte Leistung oder etwa 50% der Spitzenlast ausmachte). Ausreichende neue Gaskraftwerksprojekte sind nicht in Sicht. Die Bundesnetzagentur rechnet derzeit nur mit einer zusätzlichen gesicherten Stromerzeugungskapazität von 3,3 GW bis 2025. Gleichzeitig wird erwartet, dass die Stromnachfrage bis 2030 um 20% gegenüber 2022 steigen wird (mehr elektrische Wärmepumpen, E-Mobilität, Elektrifizierung von Industrieprozessen, Digitalisierung etc.) Diese potenzielle Lücke könnte bei Investitionsentscheidungen von energieintensiven Unternehmen eine Rolle spielen.

Für 2023 erwarten wir erneut einen deutlichen Rückgang der Produktion in energieintensiven Industrien. Für die chemische Industrie zeichnet sich ein weiterer zweistelliger Rückgang der Inlandsproduktion ab. Ein massiver statistischer Unterhang Ende 2022 trägt dazu bei. Für die Metallerzeugung (Prognose 2023: -2%), die Baustoffindustrie (-4%) und die Papierindustrie (-6%) sind ebenfalls Produktionsverluste zu erwarten.

### Deutlicher Produktionsanstieg in der Automobilindustrie – Elektrotechnik und Maschinenbau weniger dynamisch

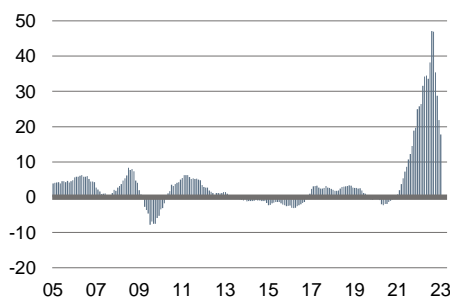
Bei nachlassenden Versorgungsproblemen mit Halbleitern und hohem Nachholbedarf könnte die Automobilindustrie in Deutschland einen Anstieg der Inlandsproduktion um 10% verzeichnen. Dabei ist das absolut niedrige Produktionsniveau zu bedenken. Dies wird deutlich, wenn man die stückzahlmäßige Pkw-Produktion betrachtet, die 2022 bei 3,5 Mio. lag, gegenüber 5,9 Mio. im Jahr 2011, dem Allzeithoch.

Bei den anderen Investitionsgüterherstellern sind wir etwas vorsichtiger. Die Produktion im Maschinenbau könnte 2023 um 1% steigen. Die Elektrotechnik könnte einen Anstieg von 3% erreichen (hoher Auftragsbestand)). Wir erwarten, dass die Pharmaindustrie auch im nächsten Jahr die Inlandsproduktion in Deutschland erhöhen wird.

Wachstum der Erzeugerpreise lässt nach

8

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

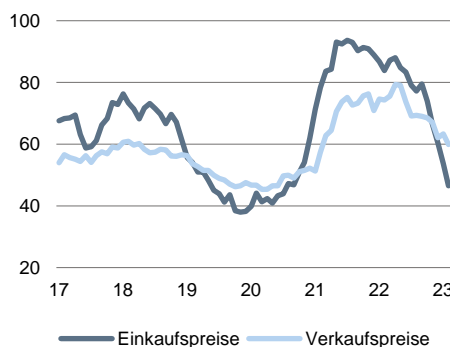


Quelle: Statistisches Bundesamt

Einkaufspreise geben schneller nach als Verkaufspreise

9

PMI Verarbeitendes Gewerbe, Deutschland



Quelle: IHS Markit

### Erzeugerpreise werden nach historischem Höchststand voraussichtlich sinken

Die deutschen Erzeugerpreise für gewerbliche Produkte sind im Jahr 2023 im Durchschnitt um mehr als ein Drittel expandiert. Dies ist der mit Abstand höchste Anstieg seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 1949. Der massive Zuwachs der Erzeugerpreise zeigt, dass die Unternehmen die höheren Kosten in vielen Fällen an ihre Kunden weitergeben konnten. Einige Unternehmen konnten ihre durchschnittlichen Gewinne steigern, indem sie sich auf Produkte mit hohen Gewinnspannen konzentriert haben (z.B. die Automobilhersteller). Die Erzeugerpreise sind jedoch seit Oktober 2022 im Vormonatsvergleich gesunken. Angesichts niedrigerer Energiepreise und eines schwächeren Auftragseingangs könnte sich dieser Trend im Laufe des Jahres 2023 fortsetzen. Im Durchschnitt könnten die Erzeugerpreise sogar leicht gegenüber dem Niveau von 2022 sinken.

Dies ist nicht unbedingt eine negative Nachricht für die Gewinne der Unternehmen. Die jüngsten PMI-Daten für die Einkaufs- und Verkaufspreise im Verarbeitenden Gewerbe haben gezeigt, dass die Einkaufspreise stärker und schneller gesunken sind als die Verkaufspreise (sinkende Energiepreise als ein Grund). Eine aktuelle ifo-Studie zeigt jedoch, dass sich der Anteil des Betriebsüberschusses an der Bruttowertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe in den letzten Quartalen nicht wesentlich verändert hat.

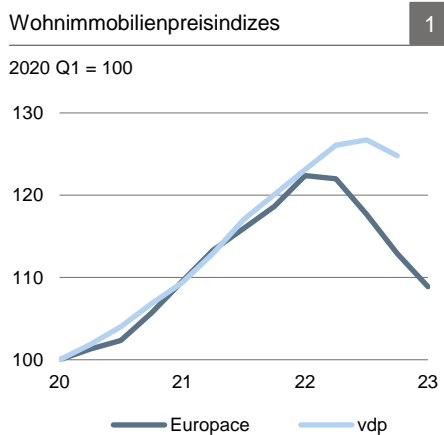
Eric Heymann (+49 69 910-31730, eric.heyman@db.com)



## Quo vadis Hauspreise: Massive Korrektur oder Preisdelle? Basis-Szenario: Preisdelle

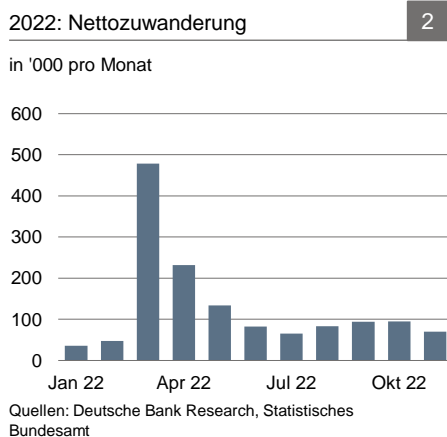
- Der Boom ist zu Ende. Haus- und Wohnungspreise fallen als Folge des Zinsschocks.
- Die Bauindustrie, Häuslebauer und Investoren kämpfen an vielen Fronten. Die Unsicherheit über die künftige Marktentwicklung ist groß.
- Aufgrund der zum Teil gegenläufigen Effekte ist der Preisfindungsprozess zwischen potenziellen Käufern und Verkäufern schwierig. Das Transaktionsvolumen ist niedrig.
- Hohe Refinanzierungskosten deuten auf weitere Preisrückgänge hin. Aber hohes Mietwachstum, ein großer Angebotsengpass und ein Inflationsschutz sind wichtige Argumente, die die Preisrückgänge begrenzen sollten.
- Käufer kalkulieren heute regelmäßig Sanierungskosten ein. Dies dürfte zu der Preisdivergenz zwischen neuen und älteren Häusern beigetragen haben.

### Zinsschock legt kräftige Preisrückgänge nahe



Die Hauspreise in Deutschland fallen seit dem Frühjahr 2022. Jedoch ist die Marktlage sehr unklar. Einige Indizes fielen um mehr als 10%. Laut Europace gingen die Wohnungspreise gegenüber dem Hochpunkt im März 2022 um 15% zurück. Die vdp Indizes zeigen aber nur einen marginalen Preisrückgang um rund 1,5% ggü. dem Vorquartal in Q4, der erste Rückgang seit dem Jahr 2010. Die Zahl der Transaktionen ist sehr gering. Daher dürfte der Anteil der Notverkäufe, zum Beispiel durch Jobwechsel oder durch das Umziehen in betreutes Wohnen, ungewöhnlich groß sein. Die Verhandlungen zwischen potenziellen Käufern und Verkäufern sind oft zäh. Die Verkäufer veräußern ein knappes Gut und erwarten einen hohen Preis. Die Käufer müssen aber die hohen Refinanzierungskosten stemmen und wollen deutliche Preisabschläge durchsetzen. Um auch zu Beginn einer Investition einen positiven Cash-Flow zu generieren, müssten die Preise oftmals um 20% bis 25% relativ zum Hochpunkt fallen. Sollten die Zinsen weiter anziehen, ergeben sich noch größere Preisabschläge. Diese Überlegung ist aus unserer Sicht richtig, aber nicht vollständig.

### Fundamentale Lage: Hohe Nachfrage und geringes Angebot



Die fundamentale Angebotsknappheit ist groß, insbesondere in den Metropolen und Metropolregionen. Die Einwohnerzahl wächst aufgrund der Flüchtlingsbewegungen aus der Ukraine, Syrien und Afghanistan sowie der Migration vom Westbalkan und in der EU. Zudem haben wir mehrmals auf die kräftige Zunahme des Zuzugs aus Indien hingewiesen. Bis zum Ende der Dekade dürfte Indien das Hauptherkunftsland werden. Des Weiteren ist die Binnenwanderung bedeutend. Wirtschaftlich schwache Regionen dürften künftig tendenziell noch mehr Herausforderungen bewältigen müssen. Der Wegzug aus diesen Regionen erhöht die Wohnungsnachfrage in den Ballungsgebieten, in denen das Angebot schon vor dem Zinsschock niedrig war. Nun wurden viele Entwicklungen verschoben oder gleich ganz aufgegeben. Bleiben die Zinsen hoch, wird das Angebot über Jahre gedämpft bleiben. Da viele Arbeitnehmer am Bau in Rente gehen, verschärft sich der Arbeits- und Fachkräftemangel in den kommenden Jahren. Automatisierung, serieller und modularer Bau stecken in den Kinder-

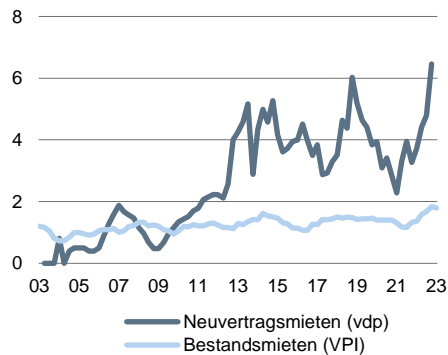


## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

2003-2022: Mieten

3

% gg. Vj.



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

schuen. Ein Fortbestehen der Knappheiten am Wohnungsmarkt ist wahrscheinlich. Dies ist ein wesentlicher Grund, weshalb wir nur eine Preisdelle erwarten.

### Knappes Angebot und hohe Inflation treibt Mieten nach oben

Hierfür spricht auch das höhere Mietwachstum. Laut vdp sind die Neuvertragsmieten im vierten Quartal um 6,5% gegenüber Vorjahr gestiegen, ein neues Allzeithoch. Bestandsmieten steigen ebenfalls. Die Mietinflation erhöhte sich im Januar 2023 um 2,0% ggü. Vorjahr, der höchste Wert seit dem Jahr 1997. Der Anteil der Indexmieten ist gering, aber institutionelle und professionelle Investoren haben sie wohl regelmäßig eingeführt. Auch Ausweichbewegungen könnten die Mieten erhöhen. Laut Medienberichten erhöht sich der Anteil der möblierten Mietwohnungen und der Anteil der Kurzvermietungen. Beide Teilmärkte sind weniger reguliert als die Standardmietverträge. Hierdurch sind deutlich höhere Mieten durchsetzbar. Generell gewinnen solche Ausweichbewegungen angesichts der Angebotsknappheit an Attraktivität.

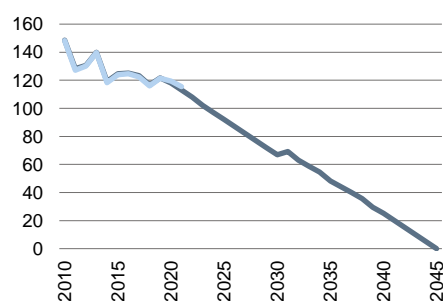
### Quo vadis Hauspreise? Preisdelle bleibt das Basis-Szenario

Ein kräftigeres Mietwachstum und die Angebotsknappheit sind unserer Ansicht nach die Basis für eine temporäre Preisdelle. Dieses Szenario erfordert aber das Ende weiterer Zinsanstiege im Laufe des Jahres 2023. Wir prognostizieren nur noch eine Seitwärtsbewegung der 10-jährigen Bundrenditen für den Rest des Jahres 2023. Sollten die Zinsen jedoch weiter zulegen, dann dürften alle Vermögenspreise weiter fallen. Dies erhöht auch die potenziellen Rezessionsrisiken, was wiederum die Zinsanstiege limitieren sollte. Neben den genannten Gründen könnte auch eine hohe Inflation die Hauspreise steigen lassen. Historisch erhöhen sich in Phasen hoher Inflation die Hauspreise schneller als die Konsumentenpreise. Folglich könnten Käufer, die eine strukturell hohe Inflation unterstellen, am Anfang einer Investitionsperiode auch einen negativen Cash-Flow akzeptieren. Dies war bereits vor den Boom-Jahren nicht unüblich. Die aktuelle Marktphase kann man daher als Normalisierung des Wohnungsmarktes in unnormalen Zeiten bezeichnen.

2010-2045 Treibhausgasemissionen: Ist und Ziele im Gebäudesektor

4

in Mio. t CO<sub>2</sub>-äquivalent



Quelle: Umweltbundesamt

### Klimapolitik führt zu einer substanziellen Preisdifferenzierung

Die CO<sub>2</sub>-Emissionen im deutschen Gebäudesektor sind zu hoch. Entsprechend ambitioniert sind die Klimaziele für das Jahr 2030 und 2045. Über die letzten neun Jahre sanken die Emissionen um 9%, während wir bis zum Jahr 2030 eine weitere Reduktion um mehr als 40% anstreben. Im Jahr 2045 wollen wir klimaneutral sein. Die Regierung steuert gegen und wird mehr Austausch- und Sanierungspflichten für Eigentümer und Investoren einführen. Dies trifft insbesondere auf Gebäude mit sehr hohen CO<sub>2</sub>-Emissionen zu. Aufgrund der wachsenden Einwohnerzahl und der Angebotsknappheit halten wir es für sehr unwahrscheinlich, dass die Regierung Wohngebäude regulatorisch vom Markt nimmt. Stranded assets dürfte es im Wohnungsmarkt folglich keine geben. Die Austausch- und Sanierungspflichten reduzieren aber wohl bereits heute die Marktpreise. Laut Europace sind die Hauspreise für neue Objekte seit dem März 2022 leicht gestiegen, für Bestandshäuser dagegen um rund 12%. Diese Preisdifferenzierung wird wohl dauerhaft bestehen. Preise für neue Häuser mögen deshalb womöglich gar nicht fallen, während Preise für bestehende Häuser womöglich ihren Boden finden, sobald Sanierungskosten eingepreist sind.

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

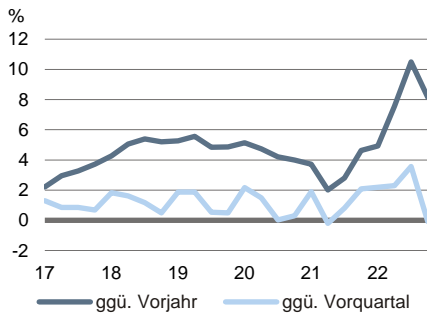


## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1

### Unternehmenskredite: Jetzt folgt der Kater



\* ohne sonstige Finanzinstitute

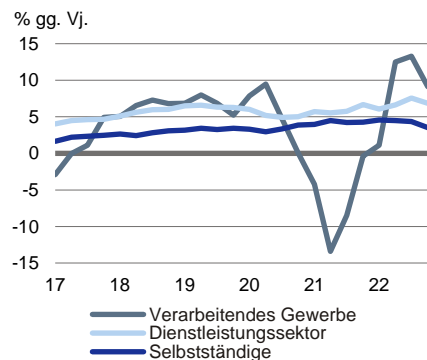
Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

- Die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige hat sich in Q4 etwas abgekühlt, blieb aber in H2 mit Neukrediten von netto EUR 42 Mrd. (ohne Notkredite an Energiefirmen) insgesamt stark.
- Die Kreditnachfrage ist mittlerweile rückläufig, was auf die nachlassende Energieunsicherheit und Rezessionsängste in den letzten Wochen sowie die weiter kräftig steigenden Zinsen zurückzuführen ist. Ebenso haben die Banken ihre Kreditstandards moderat verschärft. Dies deutet für 2023 auf eine deutliche Abschwächung der Kreditdynamik hin.
- Das Auseinanderlaufen der Einlagenzinsen führt zu einer Umschichtung von Sicht- in Termineinlagen.

... nach Branche

2

Trotz einer gewissen Abschwächung im vierten Quartal nahmen die deutschen Unternehmen im zweiten Halbjahr 2022 weiterhin in hohem Tempo Kredite auf. Selbst wenn man die Notkredite an Energiefirmen ausklammert, beliefen sich die Neukredite netto auf beachtliche EUR 42 Mrd., was auf den Bedarf an kurzfristigen Mitteln zur Finanzierung des laufenden Betriebs („Working Capital“) und die Unsicherheit angesichts des Ukraine-Kriegs und einer drohenden Rezession zurückzuführen ist. Die Unternehmen haben große Liquiditätspuffer aufgebaut. Hinzu kamen Hilfskredite in Höhe von EUR 13 Mrd., worin bereits eine Teilrückzahlung in Q4 enthalten ist – als die Regierung einen großen Gasimporteure verstaatlichte, brachte sie frisches Eigenkapital ein, was es ermöglichte, die von den Banken zuvor gewährten kurzfristigen Kredite zu reduzieren. Insgesamt ist der Bestand an Unternehmenskrediten 8,2% höher als vor einem Jahr (7,3% ohne die Notkredite an den Energiesektor). Dies ist deutlich mehr als im Eurogebiet insgesamt (5,5%) und spiegelt wahrscheinlich die stärkeren Auswirkungen der Energiekrise auf die deutsche Wirtschaft wider, aber auch die zugrunde liegende Wachstumsdynamik, die in manchen Branchen nach einem mehrjährigen Boom immer noch vorhanden ist, z.B. bei Wohnungsunternehmen, am Bau sowie bei den unternehmensnahen Dienstleistungen.

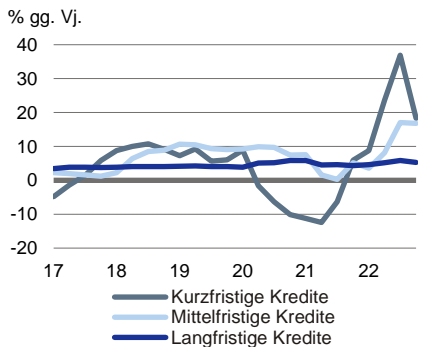


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

... nach Fristigkeit\*

3

Kurz- und mittelfristige Kredite mit Laufzeiten von bis zu 5 Jahren waren die Haupttreiber (+18% bzw. +17% ggü. Vj.). Aber auch die fundamentale Dynamik blieb robust, denn die langfristigen Kredite stiegen um 5,3%. Wachstum gab es in einem breiten Spektrum von Branchen: Notfallkredite an Energieunternehmen wurden in drei verschiedenen Bereichen verbucht (Verkehr: +16½% ggü. Vj., Handel: +14% und Versorger/Bergbau: +7½%, nach der teilweisen Rückzahlung), aber auch die Kredite an die Chemie (+31%) und Maschinenbau/Auto (+15%) legten enorm zu. Im Dienstleistungssektor war die Kreditvergabe an Beteiligungsgesellschaften (+17%), Wohnungsunternehmen (+8%) und Telekom/Beratung/Werbung, d.h. die unternehmensnahen Dienstleistungen (+7%), besonders stark. Das Kreditplus am Bau (+11%) war höchstwahrscheinlich auf die kräftige Inflation zurückzuführen.



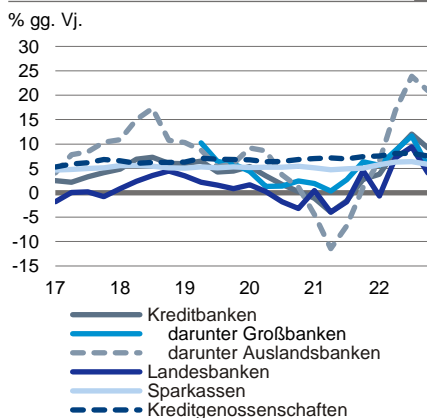
\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

... nach Bankengruppe\*

4

Unter den verschiedenen Bankengruppen ragten die staatlichen Förderbanken und die Auslandsbanken heraus (ausstehendes Kreditvolumen +28% bzw. +21%), wobei Erstere von den Hilfskrediten „profitierten“. Beide hatten jedoch im Vorjahr Marktanteile verloren. Alle anderen großen Bankengruppen – Genossenschaftsbanken (+7,6%), Sparkassen (+5,8%), Großbanken (+5,4%) und Landesbanken (+4,1%) – blieben weit zurück.



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

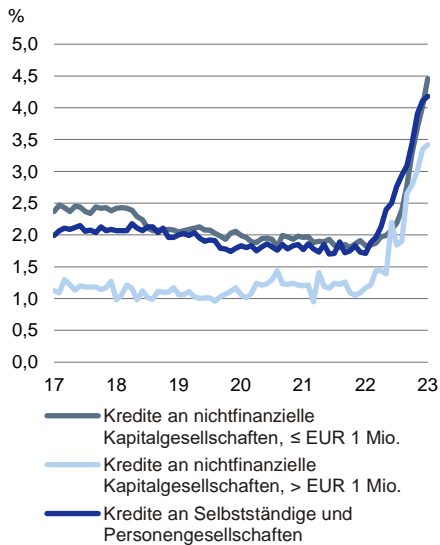
Der sprunghafte Anstieg der Zinsen für Bankkredite ist beispiellos (ebenso wie das extrem niedrige Ausgangsniveau), steht aber gleichzeitig in vollem Einklang mit dem Anstieg der Leitzinsen. Über alle Kreditgrößen und Zinsbindungsfristen hinweg war das Zinsniveau bis Dezember um 2-2,5 %-Punkte gegenüber Vorjahr in die Höhe geklettert. Die EZB hatte ihre Leitzinsen bis zur Sitzung Mitte Dezember um 2 %-Punkte angehoben, bevor sie sie erneut um 0,5 %-Punkte



## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

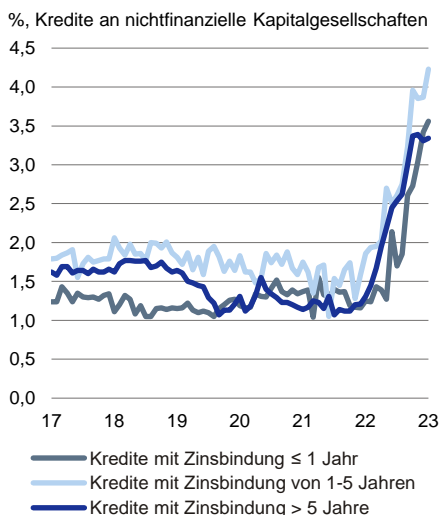
5



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

6



Quelle: EZB

erhöhte. Die Zinssätze der Banken für neue Kleinkredite (EUR < 1 Mio.) sowie für Kredite an Personengesellschaften und Selbstständige liegen nun bei über 4% – zum ersten Mal seit 2011. Die einzige Ausnahme von diesem Trend findet sich auf der Einlagenseite: Die Sichteinlagenzinsen sind kaum gestiegen, nur um wenige Basispunkte auf 0,1%, während die Termingeldzinsen im Verlauf von 2022 von -0,5% auf +1,7% nach oben geschnellt sind. Das hat einen Substitutionseffekt, der ein Jahrzehnt anhielt, beendet. In H2 wuchsen die Sichteinlagen nicht mehr auf Kosten der Termineinlagen. Erstere sanken um EUR 15 Mrd., während Letztere aufgrund ihrer gestiegenen Attraktivität massiv um EUR 67 Mrd. zunahm und damit im Großen und Ganzen die kombinierten Verluste der Jahre 2019-21 ausglich. Das auffällige Auseinanderlaufen der verschiedenen Einlagenzinsen dürfte jedoch im Wesentlichen ein vorübergehendes Phänomen sein und nicht mehr lange anhalten.

Die Zinsen sind seither weiter gestiegen und dürften dies auch noch einige Monate lang tun. Das hat bereits begonnen, die Kreditnachfrage zu dämpfen, und dürfte noch stärker zu einem Hemmschuh werden. Im Bank lending survey für das vierte Quartal meldeten netto 32% der deutschen Banken einen Rückgang der Kreditnachfrage von Unternehmen im Vergleich zum Vorquartal. Die Hauptgründe dafür waren eine geringere Investitionsneigung – und das erheblich höhere Zinsniveau. Für Q1 rechnet ein ähnlicher Anteil der Banken (26%) mit einem weiteren Rückgang, nicht zuletzt weil sich die Lage bei vielen der bisherigen Treiber in den letzten Wochen entspannt hat: der Energieunsicherheit, Inflation und Sorge vor einer Rezession. Außerdem haben die Banken ihre Kreditstandards moderat verschärft. Dementsprechend dürfte sich das Wachstum der Unternehmenskredite im Jahr 2023 insgesamt deutlich verlangsamen. Der historische Kreditboom in Deutschland steht vor dem Ende.

Siehe auch: [Kreditvergabe: Jetzt folgt der Kater – Konjunktur kommt mit blauem Auge davon](#)

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



## Wirtschaftspolitischer Ausblick 2023 – vom Krisenmanagement zu grundlegenden Reformen

- **Zusammenhalt der Dreierkoalition: Weniger (fiskalischer) Spielraum für Kompromisse.** Der Übergang vom Ad-hoc-Krisenmanagement zu grundlegenden Reformen bringt einige koalitionsinterne Konfliktlinien wieder zum Vorschein, da jeder Koalitionspartner bestrebt ist, seine Kernprojekte im zweiten Jahr der vierjährigen Legislaturperiode voranzutreiben. Insgesamt sollten die aktuellen Meinungsverschiedenheiten bei der Analyse der Koalitionsstabilität nicht zu sehr ins Gewicht fallen. Da die Haushaltszwänge nach der Wiedereinhaltung der Schuldenbremse in diesem Jahr jedoch größer sind, gibt es weniger (fiskalischen) Spielraum für Kompromisse.
- **Wirtschaftspolitischer Ausblick 2023: Fokus auf industrielle Wettbewerbsfähigkeit und Energiewende.** Im Jahr 2023 verlagert sich der Politikschwerpunkt von der Sicherung der Energieversorgung und der Abfederung der Auswirkungen der Energiekrise auf die Verbesserung der industriellen Wettbewerbsfähigkeit, die Beschleunigung der Energiewende, die Verbesserung der Verteidigungsfähigkeit und die gleichzeitige Sicherung der sozialen Stabilität. Sowohl Wirtschaftsminister Habeck als auch Finanzminister Lindner dürften in Kürze Vorschläge für eine grüne Industriepolitik (z.B. Investitions- und Betriebskostenzuschüsse) und eine Unternehmensteuerreform vorlegen.
- **Landtagswahlen: Wird die FDP ihr marktliberales Profil weiter schärfen?** Für die FDP war die Berliner Abgeordnetenhaus-Wahl im Februar die fünfte Landtagswahl-Niederlage in Folge seit dem Amtsantritt der Ampelkoalition im Dezember 2021. Dies könnte den Zusammenhalt der Koalition auf Bundesebene auf die Probe stellen. Die FDP dürfte ihr marktliberales Profil angesichts der weiteren drei bevorstehenden Landtagswahlen noch mehr schärfen. Dies könnte auch Auswirkungen auf die laufenden Diskussionen auf EU-Ebene über die Reform der EU-Fiskalregeln auf dem EU-Gipfel am 23./24. März und die Einrichtung eines EU-Souveränitätsfonds als Teil der Halbzeitüberprüfung des langfristigen EU-Budgets im Sommer haben (hierbei hat Finanzminister Lindner eine neue gemeinsame EU-Schuldenaufnahme ausgeschlossen).

### Koalitionszusammenhalt: Von Kompromiss zu Konflikt?

Alle drei Regierungsparteien haben in den vergangenen zwölf Monaten ein hohes Maß an Pragmatismus in der Krisenbewältigung und Flexibilität hinsichtlich ihrer Kernpositionen bewiesen (die Grünen in Bezug auf das Wiederhochfahren von Kohlekraftwerken, die FDP in Bezug auf das EUR 200 Mrd. Sondervermögen und die SPD in Bezug auf die Lieferung schwerer Waffen an die Ukraine).

**Aber was steht für das Jahr 2023 auf der Agenda?** Der Wechsel vom Ad-hoc-Krisenmanagement zu grundlegenden Reformen bringt einige koalitionsinterne Konfliktlinien wieder zum Vorschein, da jeder Koalitionspartner bestrebt ist, seine Kernprojekte im zweiten Jahr der vierjährigen Legislaturperiode voranzutreiben. Die Drei-Parteien-Koalition macht derzeit Schlagzeilen mit einer Reihe von koalitionsinternen Meinungsverschiedenheiten, die vom Haushalt 2024 (Liberale vs. Grüne) über die Nationale Sicherheitsstrategie (SPD vs. Grüne) bis hin zur Modernisierung von Schienennetz und Autobahnen (Grüne vs. Liberale) und das neue Gebäudeenergiegesetz (Grüne vs. Liberale) reichen. Insgesamt sollten die aktuellen Meinungsverschiedenheiten bei der Analyse der Koalitionsstabilität nicht zu stark gewichtet werden. Da die Haushaltszwänge nach der Wiedereinhaltung der Schuldenbremse in diesem Jahr jedoch größer sind, gibt es weniger (fiskalischen) Spielraum für Kompromisse. Die jüngsten

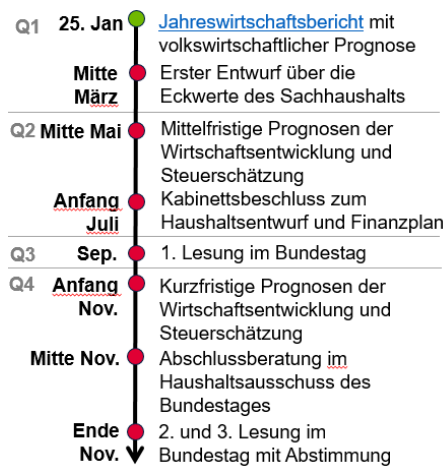




## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

### Prozess zur Aufstellung des Bundeshaushalts

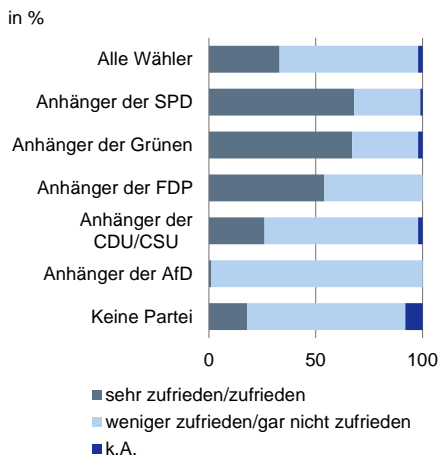
1



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank

### SPD- und Grünen-Anhänger zufrieden mit der Arbeit der Regierung

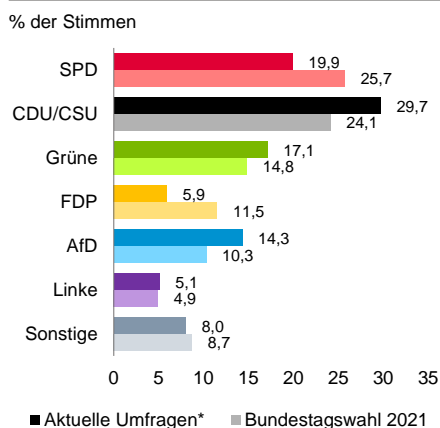
2



Quellen: ARD Deutschlandtrend März, Deutsche Bank Research

### Aktuelle Umfrageergebnisse & Ergebnis der Bundestagswahl 2021

3



\*Durchschnitt der Ergebnisse jüngster Umfragen führender Meinungsforschungsinstitute (Kantar, Forsa, INSA, Infratest)

Quelle: Wahlrecht.de, Deutsche Bank

Diskussionen auf der Klausurtagung auf Schloss Meseberg am vergangenen Wochenende scheinen darauf hinzudeuten, dass es nicht einfach sein wird, sich bei allen offenen Fragen schnell zu einigen. Es könnte mindestens bis zum nächsten Koalitionsausschuss Ende März dauern, bis (einige) greifbare Ergebnisse präsentiert werden können.

**Haushalt 2024: Nicht genug Spielraum für die Finanzierung aller Prioritäten.** Das Verfahren zur Aufstellung des Bundeshaushalts 2024 befindet sich in der ersten Phase des jährlichen Zyklus (siehe Abbildung 1). Am 9. März wurde bekannt, dass Finanzminister Lindner die für den 15. März geplante Vorstellung der Eckwerte für den Bundeshaushalt 2024 im Kabinett verschieben wird (SZ, 9. März). Im Vorfeld dieser Diskussion geäußerte „Wunschlisten“ der verschiedenen Ministerien scheinen das Gesamtziel des bisherigen mehrjährigen Haushaltsplans um 70 Mrd. EUR zu überschreiten (u.a. EUR 10 Mrd. für Verteidigung, EUR 10 Mrd. für die Modernisierung des Schienennetzes, EUR 12 Mrd. für die Kindergrundsicherung ab 2025 usw.<sup>5</sup>). Auf der Einnahmenseite schließt die FDP Steuererhöhungen (eine ihrer Kernpositionen) oder eine Umwidmung des Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF, der zur Finanzierung des EUR 200 Mrd. schweren „Doppel-Wumms“ eingerichtet wurde) aus, sodass der Schwerpunkt u.a. auf dem Abbau bestehender klimaschädlicher Subventionen (nach Angaben des Umweltbundesamtes bis zu EUR 65 Mrd.) liegen könnte. Insgesamt erwarten wir für den Bund in diesem Jahr ein Defizit von 2,6% des BIP – es wird also eine intensive Debatte über die Priorisierung von Ausgabenposten geben. Einfache Kompromisse in dem Sinne, dass für jeden Euro, der für die Verteidigung ausgegeben wird, auch ein Euro für sozialpolitische Vorhaben ausgegeben wird, sind nicht möglich.

**Keine andere gangbare Koalitionsoption für die FDP.** Im zweiten Jahr der vierjährigen Legislaturperiode sind die Wählerinnen und Wähler von SPD und Grünen mit dem Handeln der aktuellen Regierung überwiegend zufrieden (siehe Grafik 2). Dies gilt jedoch nicht für die Wähler der dritten Partei in der Koalition, der FDP. Für die FDP dürften die Verluste bei den letzten fünf Landtagswahlen in Folge (für weitere Einzelheiten siehe unten) zu einer zunehmenden Inflexibilität in Bezug auf ihren finanzpolitischen Kurs führen – wie der jüngste schriftliche Meinungsaustausch zwischen Finanzminister Lindner und Wirtschaftsminister Habeck über mögliche Steuererhöhungen zeigt. Die aktuellen Meinungsumfragen zeigen, dass die FDP keinen Anreiz haben dürfte, die derzeitige Regierungskoalition zu verlassen. Sie liegt in den Umfragen relativ nahe an der 5%-Hürde für den Einzug in den Bundestag (siehe Abbildung 3). Dies weckt Erinnerungen an 2013, als die FDP (nachdem sie mit der CDU/CSU regiert hatte) bei den Bundestagswahlen die 5%-Hürde verfehlte und vier Jahre lang nicht mehr im Bundestag vertreten war. Trotz gelegentlicher Rückschläge und Divergenzen dürfte die Regierungskoalition aus heutiger Sicht die gesamte Legislaturperiode Bestand haben.

### (Wirtschafts-) Politischer Ausblick 2023: Vom Krisenmanagement zu grundlegenden Reformen

Im Jahr 2023 verlagert sich der wirtschaftspolitische Schwerpunkt von der Sicherung der Energieversorgung und der Abfederung der Auswirkungen der Energiekrise auf die Verbesserung der industriellen Wettbewerbsfähigkeit, die Beschleunigung der Energiewende, die Verbesserung der Verteidigungsfähigkeit und die gleichzeitige Sicherung der sozialen Stabilität. Fiskalische Zwänge schränken das Ausmaß ein, in dem all diese Themen gleichzeitig angegangen werden können.

<sup>5</sup> Siehe auch: FAZ, 3. März 2023, Finanzminister Lindner. Der „Bad Cop“ der Ampel

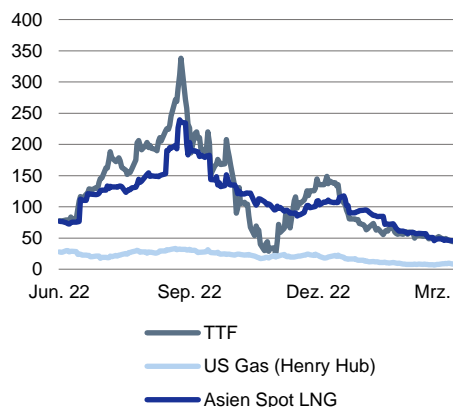


## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

EU-Gaspreise noch immer viel höher  
als US-Preise

4

Spotpreis in EUR/MWh



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

**Verbesserung der industriellen Wettbewerbsfähigkeit – strategische grüne Technologiesektoren im Fokus.** Der Mix aus hohen Energiekosten (siehe Abbildung 4), einer hohen Steuerbelastung und einem Mangel an qualifizierten Arbeitskräften bedroht die internationale Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands. Der im vergangenen August beschlossene USD 379 Mrd. US-Inflation Reduction Act wirkte als Katalysator für eine Debatte über eine europäische/deutsche grüne Industriepolitik. Der Hauptunterschied zwischen der US- und der EU-Politik besteht weniger in der Höhe der für die grüne Transformation aufgewendeten Fördermittel, sondern in der Wahl sehr gezielter Instrumente für die Förderung strategischer grüner Technologiesektoren (z.B. einfach zu handhabende Steuergutschriften in den USA gegenüber langwierigen Beihilfverfahren in der EU). Die industriepolitische Antwort der EU nimmt derzeit ebenfalls Gestalt an. Im Februar stellte die EU-Kommission ihren Green Deal Industrial Plan vor. Der Plan zielt darauf ab, durch eine vorübergehende Lockerung des EU-Beihilferegimes ein günstigeres Umfeld für den Ausbau der EU-Produktionskapazitäten für Netto-Null-Technologien und -Produkte zu schaffen. Darüber hinaus soll der Net Zero Industry Act der EU (der am 14. März vorgelegt werden soll) Ziele für grüne Industriekapazitäten bis 2030 enthalten (ähnlich den Produktionszielen des EU Chips Act). Laut einem Entwurf dürfte er auch regulatorische Sandkästen, Vorschläge für europäische Normen für kohlenstoffarme Technologien und für die öffentliche Beschaffung und Förderung enthalten. Ergänzend zu den Maßnahmen auf EU-Ebene erwarten wir flankierende nationale Maßnahmen, da wir davon ausgehen, dass das Thema in diesem Jahr ganz oben auf der Agenda der deutschen Regierung stehen wird. In einem kürzlich veröffentlichten Strategiepapier schlägt das deutsche Wirtschaftsministerium zusammen mit anderen Stakeholdern eine Reihe von Maßnahmen zur Steigerung der deutschen/europäischen PV- und Windturbinenproduktion vor, um den Ausbau der erneuerbaren Energien zu beschleunigen (u. a. Investitions- und Betriebskostenzuschüsse sowie staatliche Garantien für die Windturbinenproduktion). Es ist noch unklar, welche dieser Maßnahmen umgesetzt und wie viele Mittel dafür zur Verfügung stehen werden. Energieintensive Unternehmen können zudem ab April sogenannte „Carbon Contracts for Difference“ beantragen (dies ist ein Subventionsinstrument, mit dem emissionsarme Technologien für den Einsatz in der Produktion wettbewerbsfähig gemacht werden sollen). Dafür sollen EUR 68 Mrd. bereitgestellt werden (Handelsblatt, 8. März 2023), wobei die Veröffentlichung einer entsprechenden „Förderrichtlinie Klimaschutzverträge“ in Kürze erwartet wird.

**Angekündetes Steuerpaket – es ist keine umfassende Unternehmensteuerreform zu erwarten.** Die letzte Unternehmensteuerreform in Deutschland liegt mehr als ein Jahrzehnt zurück. Nun will Finanzminister Lindner Ende März einen detaillierten Reformvorschlag für die Unternehmensbesteuerung vorstellen. Die Reform soll laut Medienberichten (Spiegel, 17. Februar) eine Investitionsprämie für Unternehmen, die in den Klimaschutz investieren, einführen. Auch sollen Investitionen in Digitalisierung mit günstigeren Abschreibungsregeln gefördert werden. Geplant sind weitere Steuervergünstigungen für Personengesellschaften und Einzelfirmen. Obwohl diese mehr als 70% der deutschen Unternehmen ausmachen, werden ihre Gewinne bisher mehr belastet als diejenigen von Kapitalgesellschaften (AGs oder GmbHs). Der Reformvorschlag könnte auch eine großzügigere Regelung für den Verlustvortrag und einen Ausbau der steuerlichen Forschungsförderung beinhalten. Jedoch bietet der Haushalt 2024 kaum Spielraum für Einnahmekürzungen, weshalb Finanzminister Lindner mit seinen Plänen bei den Koalitionspartnern auf Widerstand stoßen dürfte.

**Verteidigungspolitik – neuer Minister, neues Momentum?** Boris Pistorius hat sein Amt am 19. Januar angetreten und macht bereits mit zwei Anliegen von sich hören: (1) Er fordert eine Aufstockung des regulären Verteidigungshaushalts ab 2024 um EUR 10 Mrd. und (2) er betrachtet das 2%-Ausgabenziel der NATO als Untergrenze. Pistorius steht vor der Mammutaufgabe, die „Zeitenwende“ in der

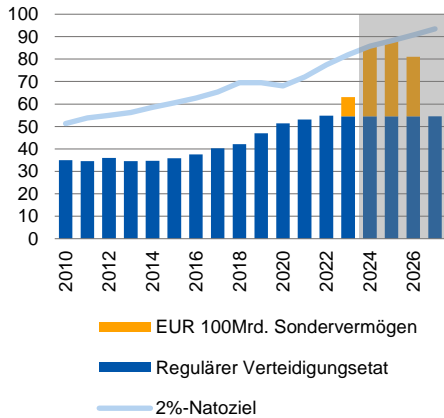


## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

### Deutschland droht langfristig das NATO-Ziel zu verfehlen

5

Verteidigungsausgaben, Mrd. EUR

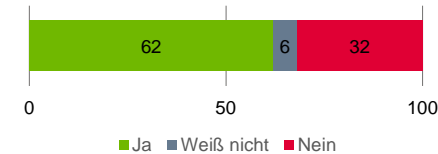


Quellen: Institut der deutschen Wirtschaft, Deutsche Bank Research

### Mehrheit der Deutschen für höhere Verteidigungsausgaben

6

Mehr Geld für Bundeswehr auch bei Einsparungen/Schulden, zusätzlich zum Sondervermögen, in %

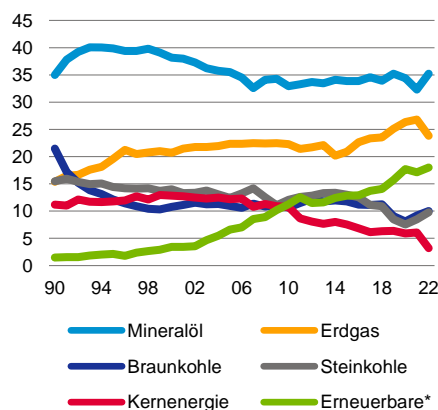


Quellen: ZDF Politbarometer vom März, Deutsche Bank Research

### Fossile Brennstoffe dominieren den Energiemix

7

Anteil der Energieträger am Primärenergieverbrauch in Deutschland, %



\* Inklusive Sonstige

Quelle: BMWK

deutschen Verteidigungspolitik voranzutreiben, während die Waffenlieferungen an die Ukraine und die hohe Inflation die bestehenden Rüstungsengpässe weiter verschärfen. Für das laufende Jahr sind EUR 8,4 Mrd. vom EUR 100 Mrd. Sondervermögen veranschlagt. Darüber hinaus hat das Verteidigungsministerium im Rahmen des Sondervermögens Aufträge im Wert von EUR 30 Mrd. genehmigt (Pressekonferenz, 22. Februar). Diese Mittel werden fließen, sobald die bestellten Rüstungsgüter ausgeliefert sind. Allerdings ist es bisher zu keiner spürbaren Beschleunigung im Beschaffungsprozess gekommen, wie befragte Rüstungsunternehmen berichten (The Pioneer, 9. Januar). Zudem kann das Sondervermögen zwar zwischenzeitlich die Lücke zum 2%-Ausgabenziel der NATO schließen. Jedoch droht Deutschland das Ziel ab 2027 zu verfehlen, was im Widerspruch zu Kanzler Scholz Bekräftigung an der Münchner Sicherheitskonferenz steht, dass Deutschland dauerhaft 2% des BIP für Verteidigung ausgeben werde (siehe Grafik 5 und 6). Die Eckwerte des Haushalts 2024 werden Mitte März zeigen, wie viele zusätzliche Mittel dem neuen Verteidigungsminister zugesichert wurden. Jede nennenswerte Erhöhung des Verteidigungsetats wäre ein positives Signal an die NATO-Partner.

**Erste Nationale Sicherheitsstrategie –Verlagerung des Risikomanagements auf die nationale Ebene.** Die von Bundeskanzler Scholz am 27. Februar 2022 ausgerufene „Zeitenwende“ manifestiert sich auch darin, dass die Regierung derzeit ihre erste Nationale Sicherheitsstrategie vorbereitet. Zum Vergleich: Die Nationale Sicherheitsstrategie der USA ist ein seit 1986 gesetzlich vorgeschriebener Bericht. Die erste deutsche Strategie soll im Laufe der nächsten Wochen vorgestellt werden. Dies zeigt, dass die nationale Verteidigungs- und Sicherheitspolitik in Zukunft eine wichtigere Rolle spielen wird, wobei auch die Handels- und Investitionspolitik durch das Prisma der nationalen Sicherheit betrachtet werden. Allerdings scheint es noch keinen vollständigen Konsens über Schlüsselemente der Strategie zu geben, wie z.B. die Frage, ob der Nationale Sicherheitsrat oder ein ähnliches Gremium Teil des Außenministeriums oder des Bundeskanzleramtes sein wird und ob zusätzliche Verteidigungsausgaben mit zusätzlicher ziviler und humanitärer Krisenprävention/-schutz einhergehen müssen (siehe Spiegel, 28. Januar). In Verbindung mit dieser nationalen Sicherheitsstrategie wird derzeit auch eine deutsche China-Strategie erarbeitet, die möglicherweise noch vor dem Sommer vorgelegt werden soll – wobei die Beiträge des Außenministeriums, des Wirtschaftsministeriums und des Kanzleramtes noch koordiniert werden (siehe unseren jüngsten Focus Germany). Insgesamt dürfte der Schwerpunkt der neuen Strategie auf der Risikominimierung durch Diversifikation und nicht auf der Abkopplung von China liegen.

**Energiepolitik: Beschleunigte Genehmigungsverfahren für Projekte im Bereich der erneuerbaren Energien.** Während es im Jahr 2022 vor allem um die Versorgungssicherheit ging, wird es 2023 mehr um Umweltverträglichkeit und Wettbewerbsfähigkeit gehen. Die USD 370 Mrd. an Subventionen und Steuergutschriften im Rahmen des US-Inflation Reduction Act haben als Katalysator für wirtschaftspolitische Maßnahmen auf nationaler und EU-Ebene gewirkt. Die Beschleunigung der Verfügbarkeit erschwinglicher grüner Energie (bei gleichzeitiger Gewährleistung der Versorgungssicherheit) ist zum wichtigsten Ziel geworden, wobei die Auswirkungen einiger wirtschaftspolitischer Maßnahmen wahrscheinlich erst mittelfristig spürbar sein werden. Am 22. Dezember verabschiedete die Europäische Kommission die Verordnung zur Beschleunigung des Ausbaus erneuerbarer Energien, welche als im übergeordneten öffentlichen Interesse liegend eingestuft werden. Die Fristen für die Erteilung von Genehmigungen werden auf maximal einen, drei oder sechs Monate begrenzt (z.B. für Solaranlagen und elektrische Wärmepumpen). Die Verordnung wird 18 Monate lang gültig sein und dürfte den Ausbau der erneuerbaren Energien (zumindest leicht) beschleunigen. Deutschland hat die Umsetzung der beschleunigten Genehmigungsverfahren in nationales Recht Anfang März umgesetzt. Allerdings dürften

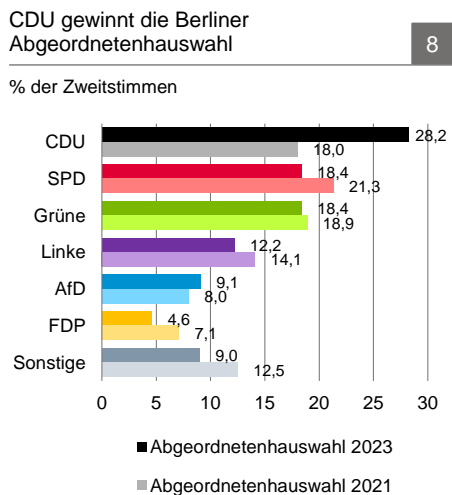


## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

angebotsseitige Engpässe (Fachkräftemangel, Engpässe bei bestimmten Komponenten) weiterhin als bremsend wirken. Im Jahr 2022 machten erneuerbaren Energien 18% des gesamten Primärenergiebedarfs in Deutschland aus (siehe Abbildung 7).

### Ausblick Landtagswahlen: Welche Auswirkungen haben sie auf die Bundesebene und anstehende EU-Entscheidungen?

**Berliner Wahlwiederholung vom Februar – die fünfte Wahlniederlage in Folge für die FDP.** Nach dem derzeitigen Stand der Koalitionsverhandlungen wird die CDU wahrscheinlich die bisherige Linksregierung ablösen und eine Mitte-Koalition mit der SPD bilden. Die Ergebnisse dieser ersten Abgeordnetenhauswahl im Jahr 2023 sind aus zwei Gründen bemerkenswert: Erstens zeigen sie, dass die CDU viele Wähler hinzugewinnen konnte (+10 %-Punkte, siehe Grafik 8), indem sie ihre Kampagne auf innere Sicherheit sowie die Verbesserung der eher dysfunktionalen Bürokratie ausrichtet (zugegebenermaßen könnte dies Berlin-spezifische Gründe haben). Zweitens ist dies für die FDP die fünfte Wahlniederlage in Folge, seit die Ampelkoalition im Dezember 2021 die Arbeit aufgenommen hat. Dies könnte den Zusammenhalt der Koalition auf Bundesebene auf die Probe stellen, da die FDP ihr marktliberales Profil angesichts der bevorstehenden drei weiteren Landtagswahlen weiter schärfen könnte (siehe Grafik 9). Gleich nach der Wahl betonte Parteichef Lindner, dass sich die FDP für Autofahrer, die Bekämpfung der illegalen Migration, den Bürokratieabbau und Steuerersenkungen einsetzt (FAZ, 13. Februar).



Quellen: Landeswahlleiter Berlin, Deutsche Bank Research

Anstehende Landtagswahlen 9

Datum	Landtagswahlen in ...	Regierungs-koalition*
12. Feb.	Berlin (Wiederholung Wahlen von 2021)	alt neu
14. Mai	Bremen	
8. Okt.	Bayern	
8. Okt.	Hessen	

\* Politische Parteien  
■ CDU/CSU ■ SPD ■ Grüne ■ Linke ■ FW

Quelle: Wahlrecht.de

**Was bedeutet das für die anstehenden Entscheidungen und politischen Debatten auf EU-Ebene?** Finanzminister Lindner dürfte sein Profil als „freundlicher Falke in der EU-Haushaltsdebatte“ weiter schärfen. Dies könnte sich auf (1) die laufenden Diskussionen über eine Reform der EU-Schuldenregeln auf dem Gipfel am 23./24. März und (2) die Einrichtung eines „EU-Souveränitätsfonds“ im Rahmen der Halbzeitüberprüfung des langfristigen EU-Haushalts im Sommer auswirken – Finanzminister Lindner schließt bislang eine neue gemeinsame EU-Schuldenaufnahme aus. Bereits auf die EU-Ebene übergeschwappt ist der Streit zwischen FDP und Grünen über die Abschaffung des Verbrennungsmotors ab 2035. Die formale Schlussabstimmung im Europäischen Rat über dieses Kernelement des EU-Green Deals musste verschoben werden (auch Italien, Polen und Bulgarien haben Vorbehalte geäußert). Nach Ansicht der FDP sollten Autos, die mit E-Fuels angetrieben werden, vom Verbot von Verbrennungsmotoren ab 2035 ausgenommen werden. Bisher besteht dazu nur ein unverbindlicher Zusatz im Entwurf der EU-Gesetzgebung. Die FDP fordert nun, dass die Kommission dazu einen konkreten verbindlichen Vorschlag ausarbeitet.

**Bayern und Hessen – wird die CDU/CSU an der Macht bleiben?** Bayern wird höchstwahrscheinlich eine konservative Hochburg bleiben, wobei die CSU derzeit in den Umfragen bei etwa 40 % liegt. In Hessen ist die Lage weniger klar. Dort ist der CDU-Ministerpräsident Rhein erst seit Mai 2022 im Amt und dürfte daher nicht vollumfänglich vom üblichen Amtsinhaber-Bonus profitieren. Außerdem tritt er gegen die bekannte SPD-Bundesinnenministerin Faeser an. Mangels aktueller Umfragen lässt sich momentan nicht sagen, wer hier bessere Chancen hat. Faesers Ankündigung, bei einer Wahlniederlage in Hessen Bundesinnenministerin bleiben zu wollen, kam jedoch nicht bei allen Wählern gut an. Zudem könnte Faesers Doppelrolle auch zu Spannungen in der Ampelkoalition führen (SZ, 2. Februar). Ein Wahlsieg der CDU in Hessen würde die Partei vermutlich auch in ihrer Oppositionsrolle auf Bundesebene stärken. Für die Grünen könnte ein erfolgreiches Wahljahr mit dem Eintritt in die bayerische Landesregierung und dem Verbleib in der hessischen Regierung gekrönt werden. Für



## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

---

die FDP wird es darum gehen, weitere Wahlniederlagen zu verhindern. Das Abschneiden der FDP dürfte auch für den Zusammenhalt der Ampelkoalition auf Bundesebene von Bedeutung sein.

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

Ursula Walther ([ursula.walther@db.com](mailto:ursula.walther@db.com))



## EZB: Einlagenzinssatz im Sommer bei 3 ¾% – zunehmende Aufwärtsrisiken

Aufgrund der aktuellen Wirtschaftsentwicklung in der EWU (robuster Arbeitsmarkt, hartnäckige Kerninflation) und der Kommentare von EZB-Ratsmitgliedern erwarten wir nun im März und im Mai Zinsanhebungen um je 50 Basispunkte (Bp.), gefolgt von weiteren 25 Bp. im Juni. Die Zielrate des Einlagenzinssatzes erwarten wir somit nun bei 3,75% (zuvor 3,25% im Mai). Dabei dürfte die EZB zunehmend datengetrieben agieren. Im März wird die EZB zudem mit dem Abschmelzen der Zentralbankbilanz beginnen. Dafür sollen die APP-Reinvestitionen von März bis Juni um durchschnittlich EUR 15 Mrd. pro Monat reduziert werden. Darüber hinaus sind weitere TLTRO- Rückzahlungen fällig.

Hinsichtlich der Inflationsdynamik bestehen verschiedene Unsicherheiten. Dazu zählen unter anderem die Entwicklung der Energiepreise, das Ausmaß des Pass-Through der Straffung der Finanzierungsbedingungen und letztlich die Konjunktur in der EWU insgesamt. Daher erscheint uns für die Einordnung der Risiken und deren potenzielle Auswirkungen, eine „Landezone“ für den Einlagenzins zwischen 3,50 und 4,00%, plausibel. Mit den jüngsten Überraschungen seitens der (Kern-)Inflation beginnen sich auch die Risiken für die Leitzinsen nach oben zu verlagern.

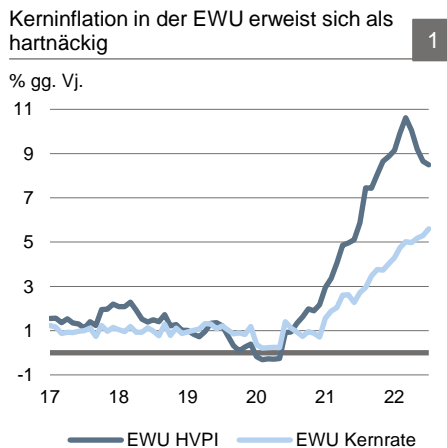
### Zinssenkungen wohl nicht vor Mitte 2024

Die Entscheidung, wie lange das Leitzinsniveau von 3,75% beibehalten werden soll – und wann implizit mit einer Senkung der Zinssätze zu rechnen ist – wird auf der Überzeugung beruhen, dass die Inflation(-serwartungen) mittelfristig wieder nachhaltig bei 2% verankert sind. Dahingehend lassen wir unser Basisszenario vorerst unverändert und rechnen ab Juni 2024 mit Zinssenkungen von je 25 Bp. pro Quartal, bis Ende 2025 ein weitgehend neutrales Niveau (2%) erreicht sein wird.

Je höher die Leitzinsen angehoben werden, desto größer wird die Gefahr, dass die EZB die Zügel zu stark anzieht. Angesichts des derzeit robusten Arbeitsmarktes mag die Gefahr nicht übermäßig groß erscheinen, jedoch wirkt die Straffung der Geldpolitik mit einer langen Verzögerung. Wenn sich die Risiken dann doch realisieren, könnte dies infolge der Verzögerungseffekte aber erst im Nachhinein offenbar werden. Die Kreditvergabe der Banken könnte in einem solchen Szenario wahrscheinlich erste Hinweise geben. In dieser Situation könnte die EZB die Zinssätze auch früher als Mitte 2024 und schneller als die 25 Bp. pro Quartal senken.

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

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





## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
24.03.2023	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	März	49,0	46,3
24.03.2023	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	März	52,0	50,9
27.03.2023	10:00	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	März	92,0	91,1
30.03.2023	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj.)	März	7,2	8,7
31.03.2023	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	März	5,5	5,5
31.03.2023	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Februar	1,5	-0,3
04.04.2023	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Februar	0,7	2,1
04.04.2023	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Februar	1,0	-3,4
04.04.2023	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Februar	16,5	16,7
05.04.2023	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Februar	1,3	1,0
06.04.2023	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Februar	1,0	1,8
28.04.2023	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Schnellmeldung	Q1 2023	-0,3	-0,4
25.05.2023	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Tiefer gegliederte Ergebnisse	Q1 2023	-0,3	-0,4

\*It. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

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

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



## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	4,625	-0,10	2,50	4,00					6,75	16,30	7,00
Mrz 23	4,875	-0,10	3,00	4,25					6,75	16,00	7,00
Jun 23	5,375	-0,10	3,75	4,25					6,75	14,00	7,00
Sep 23	5,625	-0,10	3,75	4,25					6,75	12,00	6,50

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	5,12	0,00									
Mrz 23	4,30	0,00									
Jun 23	4,25	0,00									
Sep 23	3,60	0,00									

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	3,91	0,51	2,64								
Mrz 23	4,10	0,50	2,50								
Jun 23	4,05	0,75	2,60								
Sep 23	3,65	0,70	2,60								

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,06	136,11	0,89	1,19	0,99	11,32		11,25	4,68	379,15	23,59
Mrz 23	1,08	130,50	0,88	1,23	1,00	11,42		11,16			
Jun 23	1,10	125,00	0,88	1,25	1,00	11,70		11,25	4,70	395,00	23,50
Sep 23	1,13	122,50	0,89	1,27	1,00	11,60		11,13			

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research





## Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach

Deutschland: Datenmonitor

	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Sep 2022	Okt 2022	Nov 2022	Dez 2022	Jan 2023	Feb 2023
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	96,5	95,0	92,5	87,5	86,5	84,4	84,4	86,4	88,6	90,1	91,1
ifo Geschäftserwartungen	94,2	92,8	86,3	79,1	79,6	75,3	75,6	80,0	83,1	86,4	88,5
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	101,6	99,5	94,1	89,3	88,5	86,8	86,4	88,1	90,9	93,3	
Produktion (% gg. Vp.)	2,6	-0,2	-0,8	0,4	0,2	1,4	-0,5	0,7	-1,4	1,8	
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-4,5	2,8	-5,5	-1,2	-3,9	-2,9	0,6	-4,4	3,4	1,0	
Grad der Kapazitätsauslastung	85,4	86,0	84,9	85,0	84,9						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	1,2	4,0	-3,3	-1,5	-0,1	0,4	3,4	0,3	-9,5	10,4	
Auftragseingang (% gg. Vp.)	1,2	-0,6	-13,4	-2,3	-0,8	-3,6	7,3	-5,6	1,8		
ifo Bauhauptgewerbe	106,3	101,9	94,3	92,5	90,2	90,4	89,4	90,7	90,4	90,5	
<b>Konsumentennachfrage</b>											
<b>EC Konsumentenbefragung</b>											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	1,2	0,5	-2,7	-0,9	-2,1	1,7	-2,7	0,8	-1,7	-0,3	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-31,0	-4,6	-16,7	0,5	29,6	14,1	16,8	31,4	38,1	-2,6	2,8
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-6,9	6,1	-8,3	1,4	-5,9	-5,2	2,2	-6,9	2,0	5,5	
Exporte (% gg. Vp.)	5,0	4,0	6,2	1,9	-0,3	-0,6	1,0	0,5	-6,3	2,1	
Importe (% gg. Vp.)	9,8	5,2	10,0	4,2	-5,6	-1,9	-2,0	-3,2	-5,6	-3,4	
Nettoexporte (EUR Mrd.)	29,3	26,8	15,4	6,9	28,1	2,7	6,6	11,5	10,0	16,7	
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	5,3	5,1	5,1	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-118,7	-90,3	10,0	154,0	31,0	13,0	8,0	15,0	-12,0	-12,0	2,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,9	1,5	1,5	1,1	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	
ifo Beschäftigungsbarometer	103,5	102,9	103,3	100,5	99,0	99,5	97,8	99,6	99,6	100,1	99,4
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	5,4	6,1	8,2	9,4	10,8	10,9	11,6	11,3	9,6	9,2	9,3
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	3,6	3,1	3,7	3,8	5,2	4,7	5,1	5,1	5,4	5,1	5,4
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)											
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	33,4	33,6	23,5	12,4	1,9	14,3	6,9	2,7	-3,6	-8,3	-11,9
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	79,6	96,2	111,7	98,7	89,6	92,1	94,1	91,7	83,4	88,4	84,8
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	45,1	51,1	56,7	53,3	42,9	54,4	50,9	42,7	35,2	27,6	24,0
EC Unternehmensumfrage	53,6	60,3	67,0	55,6	49,5	61,1	55,3	51,4	41,7	36,0	25,0
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	3,2	2,4	3,7	3,2	6,0						
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	3,3	4,7	3,8	3,4	5,0						
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	2,7	3,0	4,8	2,3	6,8						
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	5,7	5,2	5,5	6,8	5,1	6,8	6,1	5,9	5,1	4,2	
Trend von M3*						6,7	6,7	6,3	5,7	5,1	
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	5,3	5,5	6,6	8,2		8,2	7,7	7,5	6,8	0,0	
Kredite an öffentliche Haushalte	2,6	16,0	13,6	18,5		18,5	15,3	5,8	7,3	-3,6	

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

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







## Ausblick Deutschland

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de). Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

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

Schneller via E-Mail:  
[marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

- ▶ Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach ..... 13. März 2023
- ▶ Neue globale Realitäten ..... 21. Dezember 2022
- ▶ Kein Konjunkturabsturz,  
aber immer noch Rezession ..... 25. November 2022
- ▶ Auf dem Weg in die Rezession ..... 19. Juli 2022
- ▶ Ringen mit der Zeitenwende..... 24. Mai 2022
- ▶ Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0 ..... 9. März 2022
- ▶ Ausblick 2022: Neue Realitäten ..... 17. Dezember 2021
- ▶ Ärger in der Luft ..... 10. November 2021
- ▶ Halbzeitbilanz:  
Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation ..... 14. Juni 2021

© Copyright 2023. 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