



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

29. Mai 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
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management

Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis

Seite

Prognosen.....	2
Nur eine technische Rezession? Wirklich? ..	3
Staatsfinanzen: Ausgabendruck und Schuldenbremse erfordern einen fiskalischen Realitätscheck	8
Deutscher Arbeitsmarkt: Nur eine schwache Frühjahrsbelebung	14
Verarbeitendes Gewerbe: Aufwärtsrevision der Produktionsprognose auf +1%, trotz gemischter Signale.....	19
Sind Kredite knapp? Finanzierungsbedingungen für deutsche Unternehmen	23
Energiepolitik belastet den Zusammenhalt der Regierung	25
Datenkalender	31
Finanzmarktprognosen.....	32
Datenmonitor.....	33

Original in englischer Sprache: 26. Mai 2023

Nur eine technische Rezession? Wirklich? Nachdem das BIP-Wachstum im ersten Quartal auf -0,3% revidiert wurde, erwarten wir nun, dass das jährliche BIP-Wachstum im Jahr 2023 um 0,3% schrumpfen wird. Wir erwarten immer noch eine gewisse Aufholbewegung beim privaten Verbrauch, wenn die Gesamtinflation zurückgeht und die vereinbarten Lohnerhöhungen wirksam werden. Der Einbruch der harten Daten im März und die insgesamt enttäuschenden Umfragedaten im April und Mai deuten jedoch darauf hin, dass das BIP-Wachstum im zweiten Quartal schwach ausfallen dürfte. Da die erwartete US-Rezession die deutsche Wirtschaftsdynamik zum Jahresende und Anfang 2024 spürbar belasten dürfte, haben wir unsere Jahresprognose für das BIP-Wachstum im Jahr 2024 von 1,0% auf 0,5% gesenkt

Staatsfinanzen: Ausgabendruck und Schuldenbremse dürften eine Überprüfung der fiskalischen Spielräume erfordern. Deutschland ist mittel- bis langfristig einer Reihe fiskalischer Gegenwinde ausgesetzt, die – zusammen mit der wieder greifenden Schuldenbremse – eine Überprüfung bezüglich der Finanzierungsbasis für die wirtschaftspolitische Agenda der Bundesregierung nach sich ziehen dürften.

Deutscher Arbeitsmarkt: Nur eine schwache Frühjahrsbelebung. Die Erwerbstätigkeit hat im Frühjahr 2023 weiter zugenommen. Dennoch stieg die saisonbereinigte Arbeitslosigkeit an. Die Tariflöhne dürften im Jahr 2023 um rund 4% steigen, während die Effektivlöhne dank Einmalzahlungen um gut 6% zulegen könnten. Die jüngsten Anwendungen generativer KI haben die Diskussion über ihre Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt angeheizt.

Verarbeitendes Gewerbe: Aufwärtsrevision der Produktionsprognose auf +1%, trotz gemischter Signale. Trotz des Dämpfers im März markiert das Produktionsniveau im deutschen Verarbeitenden Gewerbe einen positiven Start ins Jahr 2023 (Q1: +1,8% gg. Vq.). Wir erwarten, dass die Fertigung im gesamten Verarbeitenden Gewerbe davon profitieren wird, dass die Automobilindustrie einen Teil der Verluste von 2018 bis 2021 ausgleichen wird. Wir haben unsere Prognose für die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe auf +1% angehoben (von -0,5%).

Sind Kredite knapp? Finanzierungsbedingungen für deutsche Unternehmen. Die Kreditvergabe an Unternehmen verlangsamt sich erheblich, doch ist dies mindestens ebenso sehr auf eine gedämpfte Nachfrage wie auf strengere Kreditstandards der Banken zurückzuführen.

Energiepolitik belastet den Zusammenhalt der Regierung. Starke Dynamik in der Energie- und Industriepolitik, allerdings (noch) kein Konsens über wirtschaftspolitischen Instrumentenmix. Kein Interesse an vorgezogenen Neuwahlen angesichts niedriger Umfragewerte.



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

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	5,7	2,0	0,8	1,5	1,8	-3,6	-4,4	-4,0
Deutschland	1,8	-0,3	0,5	6,9	6,1	2,3	3,8	3,2	3,9	-2,7	-2,1	-1,4
Frankreich	2,6	0,5	1,0	5,9	5,8	2,5	-2,2	-1,5	-1,2	-4,7	-5,9	-5,0
Italien	3,8	0,7	0,9	8,7	6,4	1,5	-0,9	-0,4	0,3	-8,0	-5,1	-4,3
Spanien	5,5	0,8	0,9	8,3	4,1	1,6	0,6	1,0	1,0	-4,8	-5,9	-5,4
Niederlande	4,5	0,5	1,2	11,6	6,0	2,6	4,4	7,0	7,1	0,0	-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	4,1	0,3	0,8	9,1	7,1	2,6	-3,8	-3,9	-3,1	-5,6	-5,8	-4,9
Dänemark	3,8	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.	2,5	0,4	3,2	15,1	10,9	4,4	-4,9	-3,5	-2,3	-3,6	-4,6	-3,0
Ungarn	4,6	0,6	2,9	14,5	18,6	4,5	-6,2	-4,3	-3,0	-6,2	-4,5	-3,3
Polen	5,1	0,9	2,8	14,3	12,7	6,3	-3,0	-3,2	-2,0	-4,1	-5,6	-3,5
USA	2,1	1,6	-0,4	8,0	3,8	2,2	-4,1	-4,3	-4,4	-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	1,1	2,7	2,2	1,8	1,5	-4,7	-4,3	-4,0
Welt	3,3	2,8	3,0	8,7	6,4	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.

	2021				2022				2023			
	2021	2022	2023P	2024P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	2,6	1,8	-0,3	0,5	1,0	-0,1	0,5	-0,5	-0,3	0,2	0,4	0,1
Privater Konsum	0,4	4,9	-0,6	1,6	1,4	0,2	1,2	-1,7	-1,2	1,2	1,0	0,3
Staatsausgaben	3,8	1,2	-2,5	2,5	0,8	0,4	-1,1	0,2	-4,9	2,5	1,0	1,0
Anlageinvestitionen	1,2	0,4	-1,2	-0,7	2,3	-1,2	1,3	-2,6	3,0	-2,5	-0,9	-0,4
Ausrüstungen	3,5	3,3	2,1	0,4	1,8	1,1	5,4	-3,6	3,2	-2,0	-0,5	0,0
Bau	0,0	-1,8	-4,3	-2,2	3,5	-3,1	-1,0	-3,2	3,9	-4,0	-1,5	-1,0
Lager, %-Punkte	0,5	0,4	0,2	-0,4	-0,3	0,7	0,2	0,4	0,0	-0,3	-0,2	-0,1
Exporte	9,7	3,4	1,1	2,3	0,3	0,6	1,5	-1,3	0,4	0,8	1,2	0,6
Importe	9,0	6,9	0,1	3,3	0,4	2,3	2,5	-2,4	-0,9	1,0	1,3	1,0
Nettoexport, %-Punkte	0,8	-1,3	0,5	-0,3	0,0	-0,7	-0,4	0,5	0,7	-0,1	0,0	-0,1
Konsumentenpreise (VPI)**	3,1	6,9	6,1	2,3								
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,3	5,6	5,4								
Industrieproduktion***	4,8	-0,4	1,0	0,5								
Budgetsaldo, % BIP	-3,7	-2,7	-2,1	-1,4								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	69,3	66,3	65,9	65,5								
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)

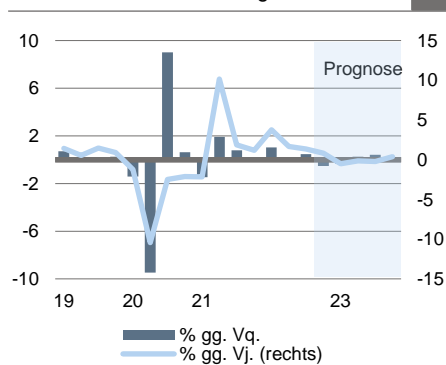
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

- Nachdem das BIP-Wachstum im ersten Quartal auf -0,3% revidiert wurde, erwarten wir nun, dass das jährliche BIP-Wachstum im Jahr 2023 um 0,3% schrumpfen wird.
- Wir erwarten immer noch eine gewisse Aufholbewegung beim privaten Verbrauch, wenn die Gesamtinflation zurückgeht und die vereinbarten Lohnerhöhungen wirksam werden.
- Der Einbruch der harten Daten im März und die insgesamt enttäuschenden Umfragedaten im April und Mai deuten jedoch darauf hin, dass das BIP-Wachstum im zweiten Quartal schwach ausfallen dürfte.
- Da die erwartete US-Rezession die deutsche Wirtschaftsdynamik zum Jahresende und Anfang 2024 spürbar belasten dürfte, haben wir unsere Jahresprognose für das BIP-Wachstum im Jahr 2024 von 1,0 % auf 0,5 % gesenkt.

Deutsche Wirtschaft: Nun doch von technischer Rezession eingeholt

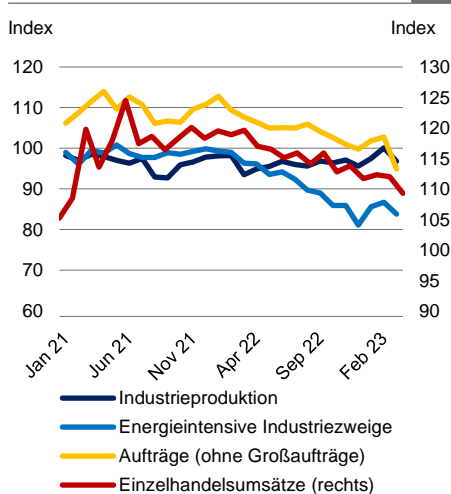


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Oops!...They Did It Again

Ähnlich wie bei den Revisionen des BIP für das vierte Quartal, bei denen das Wachstum von der ursprünglich gemeldeten Stagnation auf -0,54% gg. Vq. gesenkt wurde, sah sich das Statistische Amt gezwungen, die in seiner Schnellschätzung gemeldete Wachstumsrate für das erste Quartal von 0,0% auf -0,3% in seinem detaillierten Bericht zu senken. In beiden Fällen ist dies auf unerwartet schwache Daten für den Quartalsendmonat zurückzuführen, die für die vorläufige Schätzung des Statistischen Amtes teilweise nicht vorlagen.¹ Deutschland ist also doch in eine technische Rezession gefallen. Mit einem kumulierten BIP-Rückgang von 0,9% (in Q4 und Q1) sieht es zudem nicht mehr rein technisch aus, wenn man es mit früheren Rezessionen vergleicht, bei denen die BIP-Verluste zwischen 1 ¼% und 2% lagen (mit Ausnahme der Covid-Rezession in H1 2020, die einen BIP-Einbruch von 10,8% verursachte).

Entscheidende Wirtschaftsdaten brachen im März deutlich ein



Quelle: Statistisches Bundesamt

Q1-BIP eine weitere Enttäuschung

Angesichts der raschen Wiedereröffnung Chinas zu Beginn des Jahres, des erheblichen Rückgangs der Großhandelspreise für Gas und der starken monatlichen Konjunkturdaten im Januar/Februar erwartete der Konsens einen Anstieg des BIP im ersten Quartal um 0,2% gegenüber dem Vorquartal. Das Statistische Bundesamt hatte in seiner Schnellschätzung einen Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität im März eingepreist, das tatsächliche Ausmaß aber offensichtlich unterschätzt. Die sehr schwachen Daten (Auftragseingänge -10,7% gg. Vm., Industrieproduktion -3,4% und Einzelhandelsumsätze -2,2%) führten dann zu einer Abwärtskorrektur des Q1-BIP auf -0,3% gg. Vq.

Der private Verbrauch ging um 1,2% gg. Vq. zurück, wobei die hohe Inflation und das Auslaufen der steuerlichen Anreize für den Kauf von Hybridfahrzeugen die Hauptursachen waren. Alle wichtigen Ausgabenbereiche waren betroffen, lediglich die Ausgaben für Wohnen, Energie und Wasser (1,2% gg. Vq.) sowie Freizeit und Unterhaltung (+0,3%) erfreuten sich einer höheren Nachfrage. Das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte stieg im Jahresvergleich um 6,7%, konnte jedoch nicht mit der Inflation mithalten, die im ersten Quartal um 8,4% gg. Vj. zulegte (Deflator des privaten Verbrauchs). Im Vergleich zu Q4 2022 sank das real verfügbare Einkommen um 1%. Die Sparquote lag bei

¹ Seit 2020 veröffentlicht das Statistische Bundesamt seine Schnellschätzung bereits 30 Tage nach Ende des Quartals, etwa zwei Wochen früher als zuvor.



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

11,2% und sank um 0,1 Prozentpunkte, was unsere frühere Einschätzung bestätigt, dass im laufenden Jahr der private Verbrauch nicht erneut durch eine rückläufige Sparquote unterstützt werden dürfte.

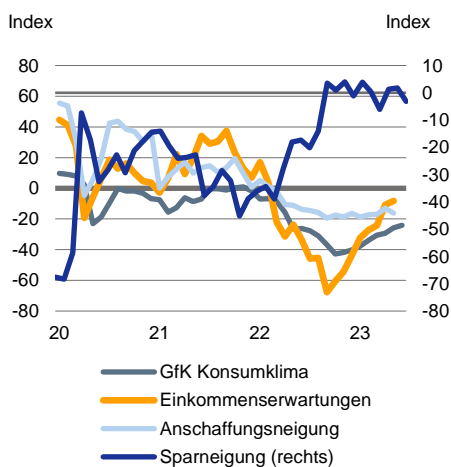
Der Staatsverbrauch sank sogar um 4,9% gegenüber dem Vorquartal, was jedoch nicht als Indikator für den finanzpolitischen Kurs gewertet werden sollte. Der Rückgang war zum Teil das Ergebnis des weiteren Auslaufens der COVID-Unterstützung. Aber auch andere Faktoren wie die Senkung der Raumtemperaturen in öffentlichen Gebäuden oder niedrigere soziale Sachleistungen für Krankenhäuser und Pflegeheime, da ein großer Teil des Personals im ersten Quartal krankgeschrieben war, spielten eine Rolle.

Die Investitionsausgaben stiegen um beeindruckende 3,0% in Q1, wobei die Bauinvestitionen (+3,9% qoq) durch Witterungseffekte begünstigt wurden, allerdings legten die Ausrüstungsinvestitionen ebenfalls um 3,2% zu. Der Beitrag der Nettoexporte zum BIP stieg auf 0,7 Prozentpunkte, da die Importe um 0,9% gegen Vorquartal zurückgingen, während die Exporte um lediglich 0,4% stiegen. Angesichts der nachlassenden Nachfrage und der weitgehenden Überwindung von Angebotsengpässen ging der seit dem zweiten Quartal 2022 zu beobachtende starke Lageraufbau zu Ende, und die Lagerbestände leisteten keinen Beitrag zum Wachstum des ersten Quartals.

Angesichts des Ausmaßes, in dem die vierteljährlichen BIP-Zahlen in letzter Zeit revidiert wurden, der Ungewissheit über die Verbraucher- und Investitionsausgaben sowie des Risikos einer US-Rezession erscheint die genaue Prognose vierteljährlicher Wachstumsraten nahezu unnützlich. Dennoch, die verfügbaren Informationen für Q2 sind alles in allem eher enttäuschend.

Konsumklima: Einkommenserwartungen stützen, Anschaffungsneigung schwach

3



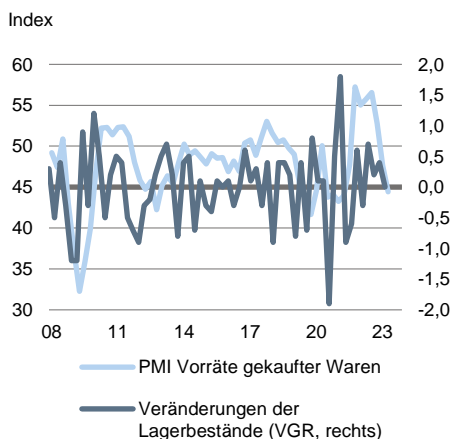
Quelle: GfK

Wenig Schwung für das Q2-BIP

Die Konjunkturdaten vom März (sofern sie nicht noch revidiert werden) bilden einen schwachen Ausgangspunkt für das zweite Quartal. Außerdem waren die Stimmungsdaten für April/Mai eher uneinheitlich. Positiv zu vermerken ist, dass der PMI für den Dienstleistungssektor im April und Mai stark anstieg und im Mai (57,8) um satte 6 Punkte über dem Durchschnitt des ersten Quartals lag. Andererseits ist der PMI für das Verarbeitende Gewerbe vier Monate in Folge gesunken und liegt nun bei 42,9 oder 3,2 Punkte unter dem Durchschnitt des ersten Quartals. Angesichts des Rückgangs der Auftragseingänge – im Mai sank die Bewertung der Auslandsaufträge um 7,8 Punkte auf 37,2 – bauen die Unternehmen ihre Lagerbestände an Vorprodukten und Fertigwaren rasch ab. In den BIP-Statistiken ist die Lagerveränderung lediglich das Residuum von der Nachfrage- und der Angebotsseite des BIP und basiert nicht auf eigenen Lagerstatistiken. Daher spiegeln die in den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ausgewiesenen Vorratsveränderungen die in den Unternehmensumfragen ermittelten Bestände nur bis zu einem gewissen Grad wider. Angesichts des makroökonomischen Hintergrunds wäre es jedoch keine Überraschung, wenn die Lagerbestände das Wachstum im zweiten und vielleicht sogar im dritten Quartal beeinträchtigen würden. Während der Composite PMI auf ein BIP-Wachstum von etwa 0,4% gg. Vq. im 2. Quartal hindeutet, signalisieren auf dem ifo-Index basierende Prognosen nach dessen starken Rückgang im Mai nahezu keinen BIP-Anstieg. Alles in allem entspricht die Durchschnittsprognose über die Bandbreite der verschiedenen Vertrauensmaße immer noch unserer ¼%-Prognose, aber die Risiken verschieben sich immer stärker nach unten.

Zyklus der Vorratsveränderungen

4



Quellen: Statistisches Bundesamt, HCOB, S&P Global



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Fehlende(r) Wachstumsmotor(en)

Die Aussichten für das zweite Halbjahr und 2024, insbesondere die außenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen, deuten nicht darauf hin, dass sich die Wachstumsdynamik wesentlich verstärken wird. Zumal neben den zyklischen Faktoren auch eine Reihe struktureller Faktoren wie die Kosten und Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Energiepreisen und der Energiewende, eine langsamere / uneinheitliche Globalisierung und Probleme beim Arbeitskräfteangebot die Investitionsentscheidungen der Unternehmen belasten.

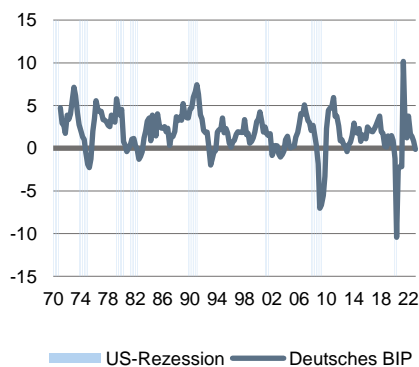
Wenig Hilfe von außen

Nach der Wiedereröffnung des chinesischen Marktes im Januar und dem Anstieg des chinesischen BIP im ersten Quartal um 4,5% gegenüber dem Vorjahr haben unsere Wirtschaftsexperten für China ihre jährliche Wachstumsprognose auf 6,0% angehoben. Die jüngsten Daten waren jedoch eher durchwachsen. Insbesondere das Wachstum der Industrie und der Investitionen hat sich merklich verlangsamt. Dies bestärkt uns in unserer Sorge, dass der erwartete Anstieg des chinesischen BIP um 6% im Vergleich zu früheren Zyklen einen unterdurchschnittlichen Impuls für die deutsche Wirtschaft darstellen könnte. In einer Analyse aus dem Jahr 2018 schätzt die Bundesbank, dass eine Veränderung des chinesischen BIP um einen Prozentpunkt eine Veränderung des deutschen BIP um gut 0,1% bewirkt. Vor fünf Jahren argumentierte die Bundesbank, dass diese Elastizität die tatsächlichen Auswirkungen unterschätzen könnte (siehe Kapitel zur deutschen Industrieproduktion). Die durch chinesische politische Forderungen verstärkte Strategie vieler deutscher Unternehmen, Exporte durch lokale Produktion zu ersetzen, und die chinesische Strategie der „dualen Zirkulation“ könnten die konjunkturellen Übertragungskkanäle inzwischen eher geschwächt haben. Die WTO schätzt, dass sich das Wachstum des Welthandels im Jahr 2023 auf 1,7% abschwächen wird (2022: 2,7%). Obwohl sich die Einschätzung der deutschen Exporteure zu ihrer Wettbewerbsposition außerhalb der EWU seit dem historischen Tiefstand in Q2 2022 (-15,6) verbessert hat, liegt der Wert für Q2 2023 mit -10,3 immer noch deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt von 2,0. Die deutschen Exporte sind in den letzten sechs Monaten rückläufig gewesen. Die Auslandsaufträge stiegen im Januar/Februar stark an, aber der Rückschlag im März hat den vierteljährlichen Anstieg auf 1,6% gedämpft. Laut PMI ist die Nachfrage nach neuen Exporten im zweiten Quartal weiter gesunken. Der Anstieg der ifo Exporterwartungen im April auf 6,5 von 3,7 im März wurde im Mai mehr als umgekehrt (1,8). Wir erwarten daher, dass die deutschen realen Exporte (Waren & Dienstleistungen) im Jahr 2023 nur um gut 1% steigen werden.

Deutsches BIP-Wachstum und
US-Rezessionen

5

% gg. Vj.



Quellen: FRED, Statistisches Bundesamt

US-Rezession dürften starken Abwärtssog bewirken

Deutschlands wichtigster Exportmarkt, die USA, die 2022 einen Anteil von 9,9% an den deutschen Exporten haben, werden sich voraussichtlich im dritten Quartal abschwächen und im vierten Quartal in eine Rezession geraten. Dies wird sich nicht nur auf die Exporte auswirken. Historisch gesehen sind beide Volkswirtschaften hoch korreliert, mit einem Korrelationskoeffizienten von 0,73% deutlich über dem von Frankreich (0,38), Italien (0,3) oder dem Vereinigten Königreich (0,36, vor dem Brexit).² Wie die Grafik „Deutsches BIP und US-Rezessionen“ zeigt, gingen alle jüngsten US-Rezessionen rasch mit einem Rückgang des deutschen BIP einher; die einzige Ausnahme war 1990/91, als Deutschland seinen Einigungsboom erlebte.

² Bundesbank, Monatsbericht Oktober 2020



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Investitionen bleiben schleppend

Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen **6**

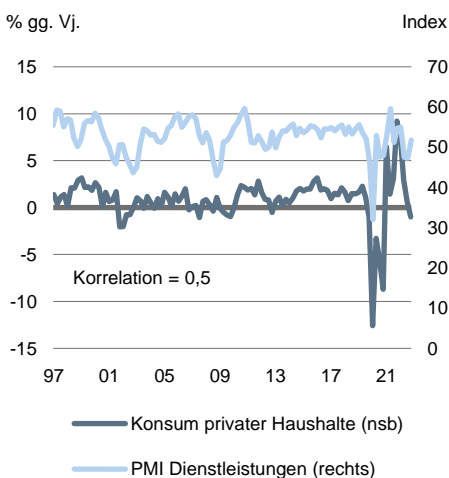


Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo Institut

Die rückläufige Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe deutet nicht darauf hin, dass der Anstieg der Investitionsausgaben im ersten Quartal um 3,2% im Vergleich zum Vorquartal nach einem Rückgang um 3,6% im vierten Quartal 2022 den Beginn einer kräftigen Investitionserholung markiert. Diese Einschätzung wurde durch die halbjährliche DIHK-Umfrage unter seinen 21.000 Unternehmensmitgliedern bestätigt, die ergab, dass nur 28% mehr Investitionen planen, während 24% ihre Investitionsausgaben reduzieren wollen. Noch offensichtlicher ist, dass der sprunghafte Anstieg der Bauinvestitionen im ersten Quartal ein Artefakt war, das auf sehr günstige Witterungsbedingungen zurückzuführen ist, da die Durchschnittstemperatur im ersten Quartal rund 2 ½ Grad über dem historischen Durchschnitt lag. Der Januar war sogar 3,5 Grad wärmer als der Durchschnitt. Alle vorausschauenden Indikatoren liegen tief im roten Bereich (Auftragseingänge -15,6% im Jahresvergleich, Baugenehmigungen für Wohnungen -20,1% und neue Wohnungsbaukredite -52%, jeweils Q1).

Eine Überraschung beim privaten Verbrauch?

Privater Konsum und PMI Dienstleistungen **7**



Quellen: HCOB, S&P Global, Statistisches Bundesamt

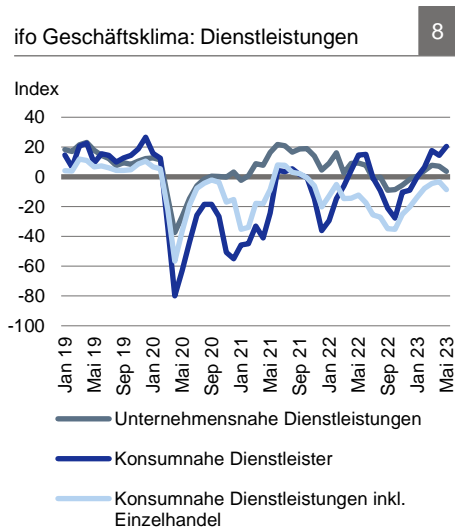
Während Exporte und Investitionen das Wachstum wahrscheinlich nicht stützen werden, erwarten wir, dass sich der private Verbrauch in den kommenden Quartalen erholen und das Wachstum in den nächsten Quartalen zumindest stabilisieren wird. Da die Inflation im weiteren Verlauf des Jahres rascher sinkt und im vierten Quartal auf etwa 4% fallen dürfte und die jüngsten kräftigen Lohnabschlüsse sich nach und nach auswirken, dürften sich die real verfügbaren Einkommen erholen. Inwieweit sich dies in den tatsächlichen Ausgaben niederschlägt, ist jedoch ungewiss. Die Stimmung im Dienstleistungssektor (PMI und ifo) hat sich in Q1 und Q2 bisher stark verbessert, was die Hoffnung auf eine Erholung des Verbrauchs weckt. Die Korrelation zwischen dem Vertrauen im Dienstleistungssektor und dem privaten Konsum ist jedoch nicht sehr hoch (PMI: 0,5, ifo: 0,43), da nur ein Teil der Produktion des Dienstleistungssektors von den privaten Haushalten konsumiert wird. Darüber hinaus ist das Verbrauchervertrauen trotz seines Anstiegs im Jahr 2023 immer noch außerordentlich niedrig (GfK-Prognose vom Juni: -24,2, historischer Durchschnitt von 5,7), und die Kaufbereitschaft hat sich noch nicht erholt. Diese abwartende Haltung dürfte zum Teil auf die Befürchtung zurückzuführen sein, dass die Energiewendepäne der Bundesregierung erhebliche Ausgaben für Hausbesitzer und Mieter mit sich bringen könnten. Nach dem Verbrauchsrückgang von fast 3% im Winterhalbjahr erwarten wir für das Sommerhalbjahr noch eine Erholung des Verbrauchs, sodass der jährliche Rückgang 2023 auf etwa ½% begrenzt sein dürfte.

Rückgang des BIP um 0,3% im Jahr 2023, gefolgt von einem mageren Anstieg um ½% im Jahr 2024

Dieser Konsumaufschwung könnte im 3. Quartal ein Wachstum zwischen ¼% und ½% pro Quartal ermöglichen. Im Winterhalbjahr rechnen wir mit einem mehr oder weniger flachen BIP-Wachstum (ca. 0,1% qoq in Q4 und Q1), sodass wir uns wahrscheinlich auf eine Wiederholung des „Jetzt siehst du es – jetzt nicht“-Akts in Bezug auf eine technische Rezession einstellen sollten. Selbst ohne eine erneute technische Rezession im Winterhalbjahr 2023/24 könnte das Zusammenwirken der zyklischen Risiken und erneute, derzeit eher unwahrscheinlich anmutende, Sorgen bezüglich der Gasversorgung in einem einzelnen Quartal durchaus zu einem deutlicheren Wachstumsrückgang führen. Dann könnten wir uns anstatt in einer bis dato weitgehend technischen Rezession letztlich doch in einer „klassischen“ Rezession, wiederfinden, die sich über rund 1 ½ Jahre streckt, aber immer noch vergleichsweise mild ausfallen würde. Wir



Nur eine technische Rezession? Wirklich?



Quelle: ifo Institut

haben unsere Jahresprognose für das BIP in diesem Jahr von 0,0% auf -0,3% gesenkt, was angesichts der Unsicherheiten wohl als Spanne von -½% bis 0% interpretiert werden sollte. Angesichts der von unseren US-Kollegen prognostizierten Rezession in den USA erwarten wir für die deutsche Wirtschaft einen eher schwachen Start ins Jahr 2024. Darüber hinaus könnte der Anstieg des langfristigen Zinssatzes während der letzten 1 ½ Jahre das BIP-Wachstum um fast einen Prozentpunkt verringern. Schließlich erwarten wir, dass sich der konjunkturbereinigte Primärsaldo Deutschlands von etwa -½% des BIP auf +½% im Jahr 2024 erhöhen wird, was einen weiteren Gegenwind für das Wachstum bedeutet. Alles in allem haben wir unsere BIP-Prognose für 2024 von 1% auf 0,5% gesenkt.

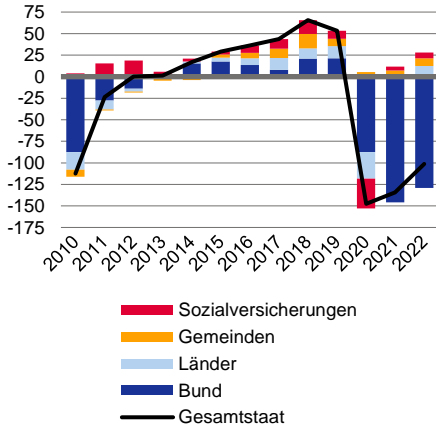
Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Das Staatsdefizit ist 2022 gesunken 1

Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo (in Abgrenzung der VGR), EUR Mrd.



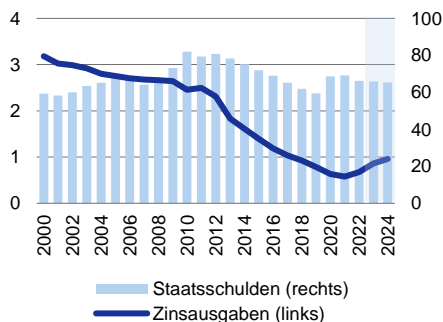
Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Staatsfinanzen: Ausgabendruck und Schuldenbremse erfordern eine Überprüfung der fiskalischen Spielräume

- Im Jahr 2023 wird der Energieschock die öffentlichen Finanzen weiter belasten. Dank der besseren Wirtschaftsaussichten (keine Rezession) und des Einbruchs der Gas- und Strompreise (und damit wohl deutlich unter Plan liegenden WSF-E-Ausgaben) gehen wir nunmehr davon aus, dass das Maastricht-Defizit in den Jahren 2023 und 2024 weiter zurückgehen dürfte. Infolgedessen haben wir unsere Prognose für das Haushaltsdefizit auf „nur“ noch 2,1% und 1,4% vom BIP für die Jahre 2023 bzw. 2024 gesenkt (von zuvor 2,6%).
- Allerdings ist Deutschland mittel- bis langfristig einer Reihe fiskalischer Gegenwinde ausgesetzt, die – zusammen mit der wieder greifenden Schuldenbremse – eine Überprüfung der Finanzierungsbasis der wirtschaftspolitischen Agenda der Bundesregierung nach sich ziehen dürften. Auch wenn die enormen außerbudgetären Reservepuffer der Regierung dabei helfen werden, sich allmählich an diese neuen fiskalischen Realitäten anzupassen, bleibt es fraglich, ob sie letzten Endes ausreichen werden, um den dringenden längerfristigen Ausgabenbedarf der Regierung zu finanzieren.
- Wir gehen nicht davon aus, dass die deutschen Staatsfinanzen wieder zu der günstigen strukturellen Position aus der Zeit vor der Pandemie zurückkehren wird (mit durchschnittlichen Haushaltsüberschüssen von 1,3% vom BIP im Zeitraum 2014-19). Auch wenn die nationale Schuldenbremse das Haushaltsdefizit in Grenzen halten sollte (sofern keine Verfassungsreform zur Erweiterung des Verschuldungsspielraums durchgeführt wird), könnte die schrittweise Nutzung der enormen Reservepuffer der Regierung mittelfristig immer noch zu jährlichen strukturellen Defiziten von mehr als 1% des BIP führen.

Die Schuldenquote dürfte 2023/24 nur geringfügig fallen 2

% BIP (Gesamtstaat) (VGR)

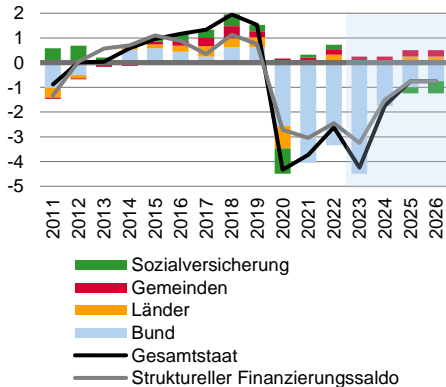


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Eurostat, Deutsche Bank Research

Die Defizitquote ist im Jahr 2022 trotz des Energieschocks gesunken

Fiskalprognosen (2023-26) der Regierung 3

Finanzierungssaldo (VGR), % BIP



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

In den vergangenen drei Jahren wurden die öffentlichen Finanzen Deutschlands durch die negativen wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie, der Energiekrise und des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine stark belastet. Infolge der ausgeprägten diskretionären Maßnahmen des Staates zur Abschirmung der privaten Haushalte und Unternehmen (strukturelle Defizite) und der sich abschwächenden Konjunktur (konjunkturelle Defizite) wies der konsolidierte Staatssektor – bestehend aus Bund, Ländern, Gemeinden und Sozialversicherungen – erhebliche Finanzierungsdefizite von 4,3% und 3,7% des BIP im Jahr 2020 bzw. 2021 auf. Dadurch stieg die (Brutto-) Schuldenquote des Gesamtstaates stark an (um fast 10 Prozentpunkte gegenüber dem Tiefstand von 59,6% im Vorpandemiejahr 2019).

Während das Ende der Pandemie – und damit das Auslaufen der umfangreichen staatlichen Pandemie-Hilfsmaßnahmen – zu einer erheblichen Haushaltsentlastung im Jahr 2022 führte, entstand gleichzeitig neuer fiskalischer Druck aufgrund der Energiekrise.³ Allein die drei Entlastungspakete zur Abfederung der Energiekrise haben ein geschätztes Haushaltsvolumen von insgesamt fast EUR 100 Mrd. in den Jahren 2022/23 (ca. 2,6% des BIP aus dem Jahr 2022)

³ So gingen z.B. die Bundeszuschüsse für Unternehmenshilfen 2022 um EUR 35,1 Mrd. gegenüber 2021 (ca. 0,9% vom BIP) zurück (siehe auch „Vorläufiger Abschluss des Bundeshaushalts 2022“ im [Monatsbericht des Bundesfinanzministeriums vom Januar 2023](#)).

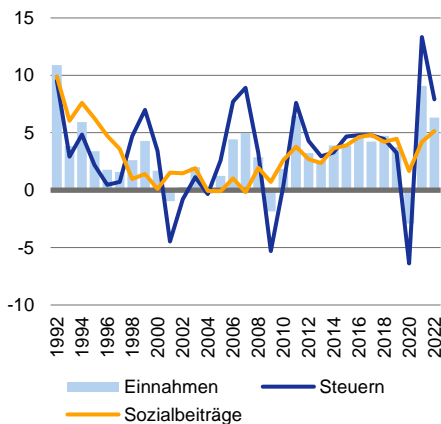


Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Die Einnahmen stiegen 2022 kräftig

4

% gg. Vj. (Gesamstaat - VGR)

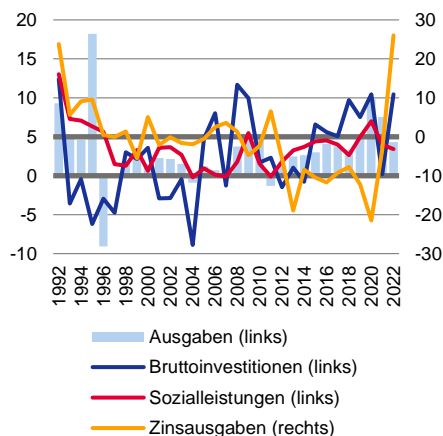


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt,
Deutsche Bank Research

Das Ausgabenwachstum hat nachgelassen

5

% gg. Vj. (Gesamstaat - VGR)



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt,
Deutsche Bank Research

(siehe unseren Artikel zur Fiskalpolitik im [Ausblick Deutschland vom November 2022](#) oder auch das aktuelle [Stabilitätsprogramm 2023](#) der Bundesregierung).

Hinzu kommt eine beträchtliche fiskalische Unterstützung aus dem reaktivierten Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF-Energie; im Folgenden abgekürzt mit WSF-E). Zur Finanzierung von a) (Re-) Kapitalisierungsmaßnahmen für finanziell angeschlagene Gashandelsunternehmen (wie Uniper) und b) einer „Gas-, Fernwärme- und Strompreisbremse“ für deutsche Industriebetriebe, Unternehmen und Privathaushalte (Laufzeit von Januar 2023 bis April 2024) hat die Bundesregierung neue Kreditermächtigungen in Höhe von bis zu EUR 200 Mrd. (ca. 5,2% des BIP) in den WSF-E umgeschichtet (siehe auch unseren Artikel zur Fiskalpolitik im [Ausblick Deutschland vom Dezember 2022](#)).⁴ In diesem Zusammenhang hat der WSF-E nach Angaben des [Bundesfinanzministeriums](#) (BMF) im Jahr 2022 bereits einen Gesamtbetrag von EUR 30,2 Mrd. (ca. 0,8% des BIP) in Anspruch genommen.⁵ Im Gegensatz dazu wurden im Jahr 2022 noch keine nennenswerten Beträge im Rahmen des neu eingerichteten Sondervermögens für die Bundeswehr ausgegeben.⁶ Trotz der energieschockbedingten Mehrbelastungen – und vor allem dank des starken nominalen BIP-/Einnahmenwachstums (ein positiver fiskalischer Nebeneffekt der hohen Inflation) – ging das deutsche Haushaltsdefizit (Maastricht-Defizit; volkswirtschaftliche Gesamtrechnung) im Jahr 2022 deutlich auf „nur“ noch 2,7% des BIP zurück. Infolgedessen sank auch die Bruttoschuldenquote des Staates (Maastricht-Definition) von 69,3% des BIP im Jahr 2021 auf 66,2% im Jahr 2022.

Ausblick für 2023: Dank der deutlich gesunkenen Energiepreise dürften die WSF-E-Ausgaben deutlich unter Plan liegen

Im Jahr 2023 wird der Energieschock die öffentlichen Finanzen weiter belasten. Die damit verbundenen fiskalischen Belastungen dürften jedoch deutlich geringer ausfallen als noch Ende 2022 befürchtet. Die besseren Haushaltsaussichten sind im Wesentlichen auf zwei positive Entwicklungen zurückzuführen. Erstens hat Deutschland während der Energiekrise ein hohes Maß an Widerstandsfähigkeit und Anpassungsfähigkeit bewiesen. Dank der entschlossenen Maßnahmen der Regierung zur Energieeinsparung – und zusätzlich begünstigt durch die milden Temperaturen – konnte die Wirtschaft eine schädliche Gasmangellage und damit eine Rezession vermeiden. Zweitens dürfte der Einbruch der Großhandelspreise für Gas und Strom dazu beitragen, die budgetierten Ausgaben des WSF-E im Zeitraum 2023/24 deutlich zu begrenzen.⁷

⁴ Technisch gesehen wurden diese Kreditaufnahmeermächtigungen bereits auf die Schuldenbremse des Bundes im Jahr 2022 angerechnet, sodass die WSF-E-Ausgaben in den Jahren 2023/24 den verfassungsmäßigen Verschuldungsspielraum des Staates nicht verringern werden. Dennoch wird die Beanspruchung von WSF-E-Kreditaufnahmeermächtigungen die Kapitalmarktverschuldung des Bundes erhöhen und damit auch das gesamtstaatliche Defizit in die Höhe treiben.

⁵ Während EUR 20,6 Mrd. für den Erwerb von Beteiligungen im Zusammenhang mit der Stabilisierung von Energieunternehmen bereitgestellt wurden, wurden weitere EUR 8,5 Mrd. zur Finanzierung der sogenannten „Dezemberhilfe“ für Gas- und Fernwärmekunden verwendet. Darüber hinaus wurden EUR 0,7 Mrd. für Zinszahlungen auf WSF-E-Kredite verwendet.

⁶ Als Reaktion auf den russischen Angriffskrieg in der Ukraine hat die Bundesregierung zusätzliche EUR 100 Mrd. an Kreditaufnahmeermächtigungen (außerhalb des regulären Kernhaushalts) zur Erhöhung der Verteidigungsfähigkeit der Bundeswehr bereitgestellt. Diese zusätzlichen Mittel sollen in den kommenden Jahren schrittweise dazu verwendet werden, um die deutschen Verteidigungsausgaben auf das NATO-Ziel von 2% des BIP zu anzuheben. In einer finanzstatistischen Betrachtung beliefen sich die deutschen Verteidigungsausgaben nach Angaben des [Bundesfinanzministeriums](#) im Jahr 2022 auf „nur“ EUR 51,6 Mrd. (oder 1,3% des BIP).

⁷ Seit August 2022 sind die Terminpreise für Gas und Strom (Baseload; nächster Fälligkeitstermin) um rund 85% bzw. 78% gesunken. Auch die Neuvertragspreise für die privaten Haushalte sind gesunken. Konkret sanken die durchschnittlichen Tarife für [Gas](#) and [Strom](#) laut der Vergleichsplattform [Verivox](#) von 21,75 bzw. 53,83 Cent/kWh im September und Oktober 2022 auf „nur“

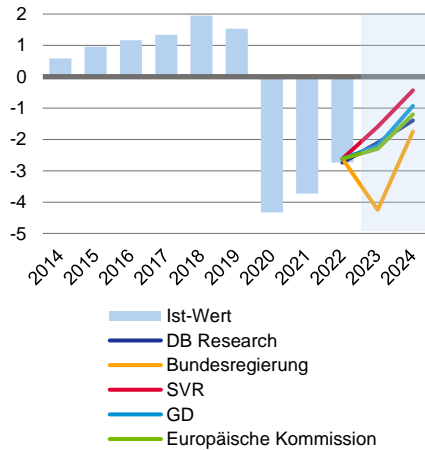


Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Staatsdefizit-Prognosen im Überblick
(Maastricht-Defizit)

6

% BIP (Gesamtstaat - VGR)

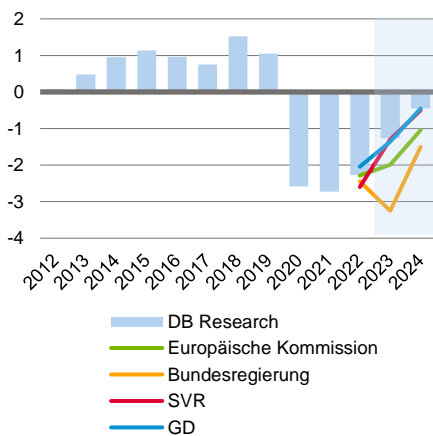


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, BMF, SVR, GD, Deutsche Bank Research

Prognosen für das strukturelle Defizit
im Überblick

7

Struktureller Finanzierungssaldo, % BIP



Quellen: Europäische Kommission, SVR, GD, BMF, Deutsche Bank Research

Im Gegensatz zur Bundesregierung, die für das Jahr 2023 einen Anstieg der Maastricht-Defizitquote auf 4 ¼% des BIP prognostiziert (vor dem Hintergrund eines prognostizierten Defizits von 4 ½% auf Bundesebene) (vgl. Deutsches Stabilitätsprogramm 2023), rechnen der Sachverständigenrat (SVR) sowie die deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute in ihrer Gemeinschaftsdiagnose (GD) vom Frühjahr 2023 mit einer deutlich geringeren Maastricht-Defizitquote von „nur“ 1,6% bzw. 2,2% vom BIP. Diese starke Divergenz in den Prognosen lässt sich weitgehend anhand der getroffenen Annahmen zu den WSF-E-Ausgaben erklären. So geht die Bundesregierung nach wie vor von einer vollständigen Ausschöpfung des ursprünglich veranschlagten WSF-E-Ausgabenvolumens von bis zu EUR 121 Mrd. (ca. 3,0% des für 2023 prognostizierten BIP) aus, wovon ein Löwenanteil von EUR 83,3 Mrd. (ca. 2,0% vom BIP) auf die staatlichen „Energiepreisbremsen“ entfällt.⁸ Der SVR geht dagegen davon aus, dass die staatlichen Ausgaben für die „Gas- und Strompreisbremsen“ im Jahr 2023 „nur“ EUR 28 Mrd. und im Jahr 2024 „nur“ weitere EUR 1,3 Mrd. betragen könnten. Das wäre sogar weniger als der Betrag von EUR 35-40 Mrd. (ca. 0,9-1,0% des BIP), den wir im Januar geschätzt hatten (siehe Focus Europe: Recession? What recession?). Inzwischen gehen auch die deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute davon aus, dass die „Gas- und Strompreisbremsen“ lediglich zu fiskalischen Kosten von EUR 40 Mrd. im Jahr 2023 und weiteren EUR 2 Mrd. im Jahr 2024 führen dürften. Auch der Unabhängige Beirat des Stabilitätsrats kritisierte jüngst, dass die zugrunde liegenden Annahmen der Bundesregierung zu den WSF-E-Ausgaben unrealistisch hoch seien. Infolgedessen erwartet auch der Beirat eine sinkende Defizitquote für das Jahr 2023.

Aktualisierte DB-Projektionen: Haushaltsdefizit könnte auf 2,1% und 1,4% vom BIP in den Jahren 2023 bzw. 2024 sinken

Zwar werden einerseits einige expansive politische Maßnahmen – wie verschiedene Steuerentlastungen⁹ oder steigende Staatsausgaben beim Wohngeld und Bürgergeld – den Haushalt in diesem Jahr belasten, andererseits werden einige restriktive politische Maßnahmen – wie die Erhöhung der Beitragssätze zur gesetzlichen Arbeitslosen-, Kranken- und Pflegeversicherung – die Staatseinnahmen tendenziell beflügeln. Aber auch der Wegfall des (befristeten) „Tankratts“, des „9-Euro-Tickets“, der einmaligen Energiepreispauschale oder der „Dezemberhilfe“ wird dazu beitragen, das Defizit im Jahr 2023 zu senken. Unter dem Strich gehen die Wirtschaftsinstitute davon aus, dass der finanzpolitische Kurs im Jahr 2023 moderat expansiv bleiben dürfte, ehe er im Jahr 2024 schließlich restriktiv werden könnte (siehe deren Frühjahresgutachten 2023). Mit Blick auf die (prognostizierte) Veränderung des strukturellen Primärsaldos (d.h. des um konjunkturelle Einflüsse und einmalige Effekte bereinigten Finanzierungssaldos vor Zinsausgaben) – welche die Institute auf +0,7 bis +1,0 % vom BIP schätzen – könnte die Fiskalpolitik allerdings schon 2023 restriktiv werden.

Angesichts der obigen Entwicklungen haben wir unsere Prognosen für das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit auf „nur“ noch 2,1% und 1,4% vom BIP im Jahr 2023 bzw. 2024 reduziert (von zuvor 2,6%). Die aktualisierten Prognosen basieren auf den Annahmen, dass a) das strukturelle Defizit (DB-Schätzung 2022: 2,3% vom BIP) weiter auf 1,3%/0,4% vom BIP in 2023/24 sinken wird, b) das konjunkturelle Defizit (DB-Schätzung 2022: 0,2% vom BIP) aufgrund einer Ausweitung der (negativen) Produktionslücke auf ca. 0,9%/1,0% vom BIP ansteigen

noch 13,95 bzw. 42,11 Cent/kWh im Mai 2023. Damit liegen die Tarife aktuell nur noch gering über den staatlichen Preisobergrenzen von 12 Cent/kWh für Gas bzw. 40 Cent/kWh für Strom.

⁸ Darüber hinaus sind EUR 23,7 Mrd. für weitere Stabilisierungsmaßnahmen für Energieunternehmen vorgesehen, davon allein EUR 15,2 Mrd. für Uniper. Siehe auch Stabilitätsrat.

⁹ So schätzt das Bundesfinanzministerium, dass allein der Ausgleich für die „kalte Progression“ in der Einkommensteuer die Wirtschaft im Jahr 2023 um EUR 18,6 Mrd. und im Jahr 2024 um EUR 31,8 Mrd. entlasten dürfte.

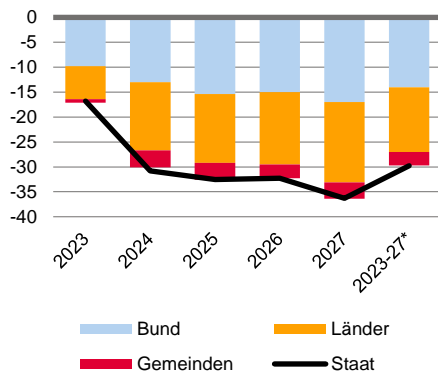


Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Steuerschätzung 2023-27: Abweichung zur vorherigen Schätzung insgesamt

8

Geschätztes Aufkommen im Vgl. zur Schätzung im Oktober 2022, EUR Mrd.



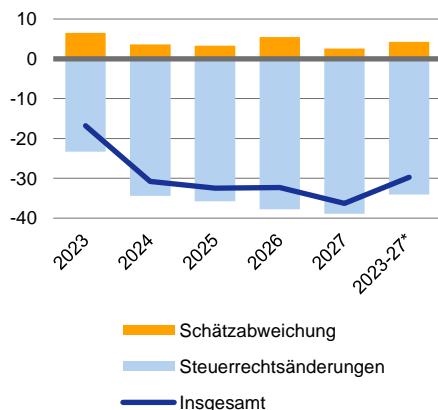
* Durchschnittliche Mindereinnahmen pro Jahr über den gesamten Prognosezeitraum

Quellen: Arbeitskreis Steuerschätzung, Deutsche Bank Research

Steuerschätzung 2023-27: Abweichung zur vorherigen Schätzung für den Staat insgesamt

9

Geschätztes Aufkommen im Vgl. zur Schätzung im Oktober 2022, EUR Mrd.



* Durchschnittliche Mindereinnahmen pro Jahr über den gesamten Prognosezeitraum

Quellen: Arbeitskreis Steuerschätzung, Deutsche Bank Research

wird und c) die staatlichen Zinsausgaben moderat auf ca. 0,9%/1,0% vom BIP in den Jahren 2023/24 ansteigen werden (von 0,7% im Jahr 2022). Dank der hohen Inflation und des damit einhergehenden starken nominalen BIP-Wachstums könnte die gesamtstaatliche Schuldenquote in Deutschland bis zum Jahresende 2023 bzw. 2024 geringfügig auf 65,9% bzw. 65,5% vom BIP absinken. Dennoch bestehen mit Blick auf unsere aktualisierten Defizitprognosen nicht unerhebliche Risiken. Erstens kann eine Gasmangellage im Winter 2023/24 und/oder ein erneuter scharfer Anstieg der Energiepreise (z.B. aufgrund geopolitischer Ereignisse) nicht ausgeschlossen werden. Und zweitens könnte ein weiterer Anstieg bei der Zahl der Flüchtlinge und Migranten zu einem höheren Bedarf an öffentlichen Ausgaben (und damit höheren Defiziten) führen.¹⁰

Ausgabendruck und Schuldenbremse erfordern eine finanzpolitische Überprüfung, ...

Bislang hat sich die Bundesregierung noch nicht auf den Entwurf für den Bundeshaushalt 2024 geeinigt. In der Tat hat die Bundesregierung im März darauf verzichtet, die üblichen Eckwerte für den Bundeshaushalt (2024) zu veröffentlichen. Angesichts der Tatsache, dass die Regierungskoalition im Haushalt 2024 noch eine Finanzierungslücke von rund EUR 20 Mrd. schließen muss und die Steuerschätzung vom Mai 2023¹¹ keine weiteren (unerwartet hohen) Mehreinnahmen zur Schließung dieses Haushaltslochs beschert hat, scheint Finanzminister Lindner nunmehr ein Sparpaket für den Haushalt 2024 zu schnüren (siehe Spiegel-Artikel vom 16. Mai 2023). Bei der Vorstellung der Mai-Steuer-schätzung deutete er bereits an, dass die Regierung den Entwurf für den Bundeshaushalt 2024 nicht wie geplant am 21. Juni fertigstellen kann. Allerdings könnte das Kabinett den Entwurf noch Anfang Juli und damit vor der am 7. Juli beginnenden parlamentarischen Sommerpause verabschieden.

Mittel- bis langfristig ist Deutschland mehreren fiskalischen Gegenwinden ausgesetzt, die eine Überprüfung der Finanzierungsbasis der wirtschaftspolitischen Agenda der Regierung erfordern dürften. Erstens wird das Potenzialwachstum voraussichtlich erheblich sinken. Die Wirtschaftsinstitute gehen davon aus, dass die Jahresrate des (realen) BIP-Wachstums-potenzials im Zeitraum 2022-27 auf „nur“ noch 0,7-0,9% p.a. absinken dürfte (im Vergleich zu 1,3% im Zeitraum 1996-2022). Vor allem die ungünstige demografische Entwicklung und der daraus resultierende Beschäftigungsrückgang dürften das Wachstum (und damit auch die staatliche Einnahmedynamik) belasten.¹² Zweitens wird die Alterung der Bevölkerung – die zu einer wachsenden Zahl von Leistungsempfängern im Verhältnis zu den Beitragszahlern führt – die finanzielle Situation der gesetzli-

¹⁰ Die Ausgaben des Bundes im Zusammenhang mit Flucht und Migration beliefen sich im Jahr 2022 auf EUR 28 Mrd. (ca. 0,7% vom BIP) (siehe [hib 366/2023](#)).

¹¹ Die Steuerschätzungen vom Mai deuten in der Tat auf einen kumulierten Steuerausfall von 150 Mrd. EUR im Zeitraum 2023-27 hin (ca. 30 Mrd. EUR pro Jahr). Auf Bundesebene belaufen sich die kumulierten Ausfälle auf rund 70 Mrd. EUR (ca. 14 Mrd. EUR pro Jahr). Diese Fehlbeträge sind jedoch hauptsächlich auf Faktoren der Steuergesetzänderungen zurückzuführen und kamen daher nicht überraschend. Folglich werden sie keine weiteren (signifikanten) Auswirkungen auf die Haushalte 2023/2024 haben.

¹² Das Statistische Bundesamt schätzt, dass durch das Ausscheiden der Babyboom-Generation (Jahrgänge 1957 bis 1969) die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in den nächsten 15 Jahren um 12,9 Mio. Personen (d.h. um fast 30 % der Erwerbstätigen des Jahres 2021) zurückgehen könnte. Da die jüngeren Jahrgänge nicht ausreichen werden, um diese Lücke zu schließen, könnte die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter je nach Umfang der Nettozuwanderung um 1,6 bis 4,6 Mio. Personen abnehmen.

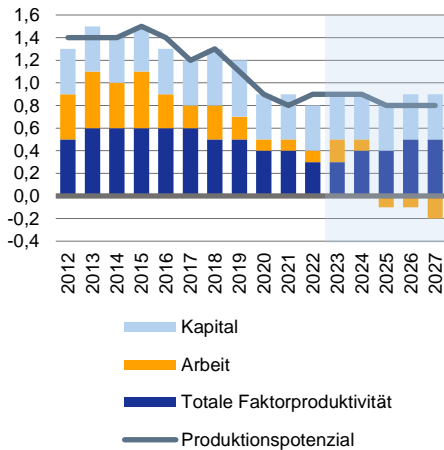


Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Der absehbare Rückgang bei der Erwerbstätigkeit wird das Wachstum belasten

10

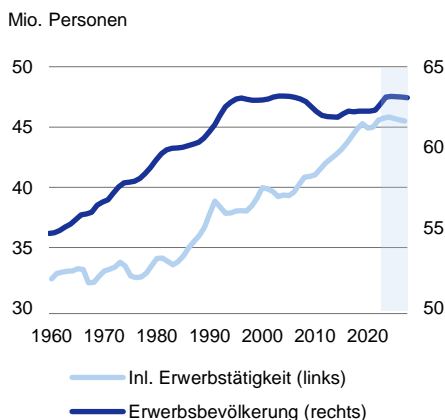
Zerlegung der Potenzialwachstumsrate:
% gg.Vj. bzw. Wachstumsbeiträge in Pp.



Quelle: Bundesfinanzministerium

Ausblick für den Arbeitsmarkt

11



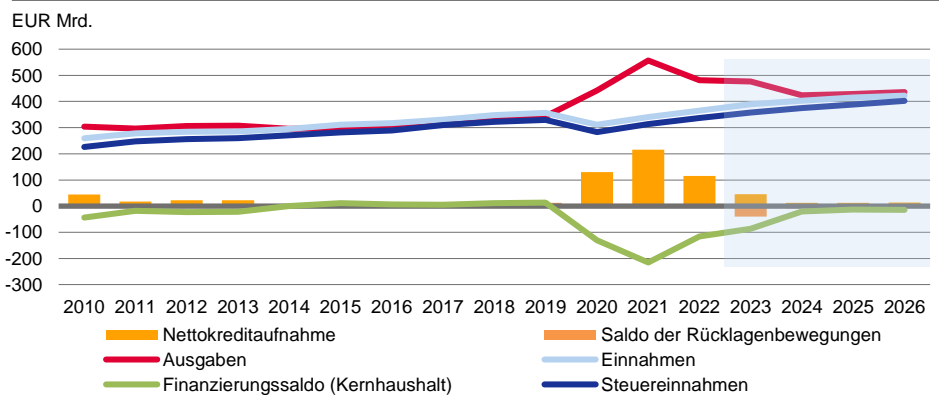
Quelle: Bundesfinanzministerium

chen Renten-, Gesundheits- und Pflegeversicherung zunehmend beeinträchtigen.¹³ Vor diesem Hintergrund schätzt die Regierung, dass die altersabhängigen öffentlichen Ausgaben von 28,6% des BIP im Jahr 2021 auf bis zu 31,3% des BIP im Jahr 2040 ansteigen könnten (pessimistische Basisvariante T-) (siehe Seite 65 im Deutschen Stabilitätsprogramm 2023). Drittens dürften die ambitionierten wirtschaftspolitischen Ziele der Bundesregierung, a) die physische und digitale Infrastruktur zu modernisieren und auszubauen, b) das Ziel der Klimaneutralität bis 2045 zu erreichen oder c) die Verteidigungsfähigkeit Deutschlands zu stärken, den Ausgabendruck in absehbarer Zukunft hochhalten.

Darüber hinaus wird die Regierung auch die Haushaltskonsolidierung weiter vorantreiben müssen, um sicherzustellen, dass die Kreditaufnahme innerhalb der verfassungsmäßigen Grenzen der Schuldenbremse bleibt. Konkret schreibt das Grundgesetz vor, dass die strukturelle Nettokreditaufnahme des Bundes 0,35% des BIP nicht überschreiten darf (derzeit ca. EUR 12 ½ Mrd.¹⁴). Gleichzeitig wird die strukturelle Nettokreditaufnahme der Bundesländer faktisch untersagt. Ebenso muss der Bund zwischen den Jahren 2028 bis 2061 mit der Tilgung der krisenbedingten „Notlagenkredite“ (im Zusammenhang mit der Pandemie, der Energiekrise oder der Verteidigung) beginnen, was seinen fiskalischen Spielraum weiter einschränken wird. Bereits ab dem Jahr 2028 muss der Bund pro Haushaltsjahr womöglich ca. EUR 11,6 Mrd. tilgen. Und ab dem Jahr 2031 könnten sich die jährlichen Tilgungsverpflichtungen sogar auf EUR 26,4 Mrd. erhöhen, was mehr als dem Doppelten der in diesem Jahr nach der Schuldenbremse zulässigen strukturellen Nettokreditaufnahme gleichkommen würde.

Haushalt 2023 und Finanzplan bis 2026 (Kernhaushalt des Bundes)

12



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

... aber fiskalische Puffer werden helfen, sich an die neuen fiskalischen Realitäten anzupassen

Um die Regeln der Schuldenbremse bereits ab dem Jahr 2023 wieder einhalten zu können, muss der Bund schrittweise seine beträchtlichen fiskalischen Reserven von mehr als EUR 400 Mrd. (oder 10% vom BIP) abbauen. Diese Puffer umfassen a) eine allgemeine Reserve, die auf nicht genutzte Kreditansprüche aus vergangenen Haushaltsjahren zurückgeht (ca. EUR 48 Mrd. Ende 2022), b) nicht genutzte Kreditemächtigungen und andere Reserven, die in verschiedenen Nebenhaushalten (Sondervermögen) wie dem Klima- und Transformationsfonds gehalten werden (ca. EUR 117 Mrd. Ende 2022), c) verbleibende Kreditemächtigungen im WSF-E (ca. EUR 145,6 Mrd. Ende April 2023) und d) nicht

¹³ Das Statistische Bundesamt schätzt, dass die Zahl der Personen im Rentenalter (+67 Jahre) bis Mitte der 2030er Jahre um etwa 4 Mio. auf mindestens 20 Mio. Personen ansteigen dürfte.

¹⁴ Siehe auch „Sollbericht 2023: Ausgaben und Einnahmen des Bundeshaushalts“ im Monatsbericht des Bundesministeriums der Finanzen vom Februar 2023.

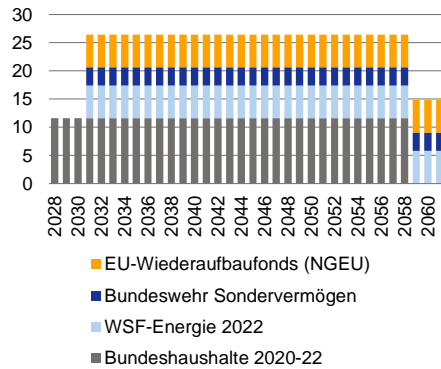


Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Möglicher Tilgungsplan des Bundes im Kontext der Schuldenbremse und NGEU*

13

EUR Mrd.



* Schätzungen von Deutsche Bank Research. Der endgültige Tilgungsplan wird auch davon abhängen, wie hoch die Beanspruchung des WSF-Energie ausfallen wird. Der hier dargestellte Tilgungsbetrag ergibt sich bei einer vollständigen Beanspruchung der dem WSF-Energie zugewiesenen Kreditaufnahmemöglichkeiten von bis zu EUR 200 Mrd.

Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

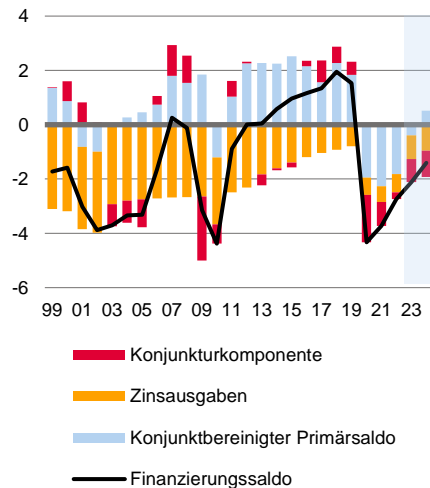
ausgeschöpfte Kreditermächtigungen des Sondervermögens für die Bundeswehr (knapp EUR 100 Mrd. Ende 2022) (siehe hierzu auch Seite 69 im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom Februar 2023 und den statistischen Anhang des Monatsberichts des Bundesministeriums der Finanzen vom Mai 2023). Selbst bei Berücksichtigung der Tatsache, dass a) die Bundesregierung ihre allgemeine Rücklage bis zum Jahresende 2024 vollständig abgebaut haben dürfte und b) die verbleibenden WSF-E-Kreditsprüche streng zweckgebunden sind (und damit nur zur Finanzierung von Entlastungs- bzw. Stabilisierungsmaßnahmen im Rahmen der Energiekrise verwendet werden können), rechnen wir damit, dass der Bund immer noch mehr als EUR 200 Mrd. (oder 5% vom BIP) außerhalb des regulären Kernhaushalts bzw. Bundesschuldenbremse ausgeben könnte. Darüber hinaus haben auch die Bundesländer in den letzten Jahren erhebliche Reserven aufgebaut. In diesem Zusammenhang schätzte die Deutsche Bundesbank in ihrem Monatsbericht vom Oktober 2022, dass die Bundesländer zum Jahresende 2021 (letzter Umfragewert) insgesamt Reserven im Wert von mehr als EUR 110 Mrd. hielten (ca. 2,7% des für 2023 prognostizierten BIP). Obwohl die oben genannten Reservepuffer dem Staat dabei helfen werden, sich allmählich an die neuen fiskalischen Realitäten anzupassen – d.h. wieder künftig im Rahmen der normalen Vorgaben der Schuldenbremse zu haushalten –, bleibt es dennoch fraglich, ob sie langfristig ausreichen werden, um den dringendsten Ausgabenbedarf (z.B. für die grüne Transformation, die Digitalisierung oder die Verteidigung) zu finanzieren.

In seinem Germany: Staff Concluding Statement of the 2023 Article IV Mission argumentierte der IWF kürzlich, dass „Deutschland sich möglicherweise einen größeren fiskalischen Spielraum für Investitionen in seine Zukunft schaffen muss“. Um den fiskalischen Spielraum zu vergrößern, empfahl der IWF, „eine Anpassung der Schuldenbremse in Betracht zu ziehen, um sie besser an die fiskalischen Regeln der EU anzupassen und die Abhängigkeit von außerbudgetären Mitteln zu verringern“. Darüber hinaus schlug der IWF vor, die Effektivität der Schuldenbremse zu erhöhen, indem einerseits „die Regel überarbeitet wird, um die Verwendung außerbudgetärer Mittel zu begrenzen“, und andererseits „die jährliche Defizitgrenze etwas angehoben wird, vielleicht um einen Prozentpunkt vom BIP“. Es wird interessant sein zu sehen, wie sich die Bundesregierung zu den Reformvorschlägen des IWF positionieren wird.

Das Maastricht-Finanzierungsdefizit dürfte 2023/24 sinken

14

% BIP (Gesamtstaat nach VGR)



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, AMECO, OECDE, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Fazit

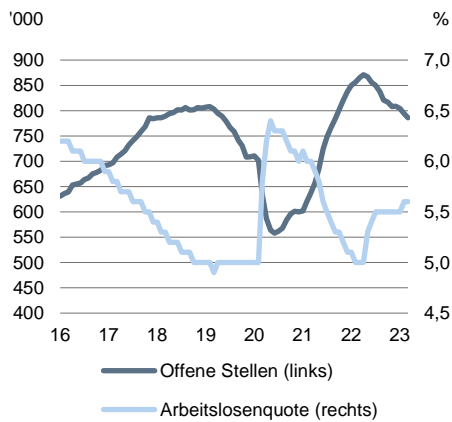
Wir gehen zwar davon aus, dass sich die Haushalts- und Schuldenlage Deutschlands 2023/24 weiter verbessern dürfte, erwarten aber nicht, dass Deutschland zu der günstigen strukturellen Haushaltssituation vor der Pandemie zurückkehren wird (mit durchschnittlichen Haushaltsüberschüssen von 1,3% vom BIP im Zeitraum 2014-19). Diese Einschätzung beruht darauf, dass das sinkende potenzielle BIP-Wachstum und der wachsende Druck auf die Haushalte (altersbedingte Ausgaben, Ausgaben im Zusammenhang mit der Digitalisierung, Dekarbonisierung und Verteidigung) eine stärkere Verbesserung der deutschen Haushaltsposition verhindern dürften. Nach Einschätzung des Unabhängigen Beirats des Stabilitätsrats sprechen derzeit einige Risikofaktoren für ein – im Vergleich zur Regierungsprognose von „nur“ ¾% des BIP – höheres gesamtstaatliches Finanzierungsdefizit im Jahr 2026. Auch wenn die nationale Schuldenbremse das Haushaltsdefizit in Grenzen halten sollte (sofern keine Verfassungsreform zur Erweiterung des Verschuldungsspielraums durchgeführt wird), könnte die schrittweise Inanspruchnahme der enormen Reservepuffer der Regierung mittelfristig immer noch zu jährlichen strukturellen Defiziten von mehr als 1% vom BIP führen. Unserer Einschätzung nach dürfte das von der Regierung projizierte (strukturelle) Gesamtdefizit von „nur“ ¾% des BIP im Jahr 2026 wahrscheinlich zu niedrig angesetzt sein.

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



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

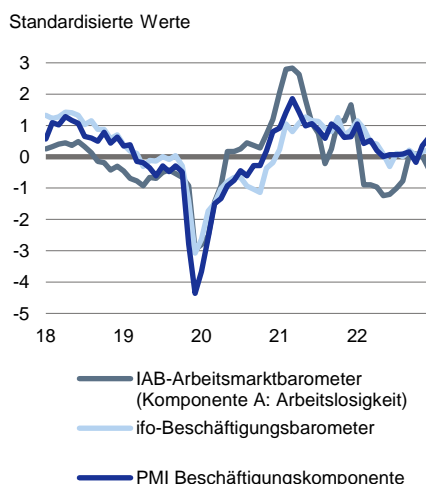
Deutscher Arbeitsmarkt weiter stabil, aber technische Rezession hinterlässt Spuren 1



Deutscher Arbeitsmarkt: Nur eine schwache Frühjahrsbelebung

- Die Erwerbstätigkeit allgemein wie auch die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung expandierten zu Jahresbeginn weiter. Dennoch legte die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl bis April spürbar zu, nicht nur getrieben durch Erfassung ukrainischer Staatsangehöriger. Im Jahresdurchschnitt von 2023 dürfte die Arbeitslosenquote auf 5,6% zulegen.
- Für rund 1/3 der Beschäftigten, die von der Tariflohnrunde 2023/24 betroffen sind, wurden bereits Abschlüsse erzielt. Dabei dominieren im laufenden Jahr kräftige steuer- und abgabenbefreite Inflationsausgleichsprämien. Tabellenwirksame Tariflohnhebungen fallen dagegen eher auf das Jahr 2024. So dürften die Tariflöhne in 2023 nur rund 4% zulegen, während die Effektivlöhne infolge kräftiger Einmalzahlungen gut 6% wachsen könnten.
- Die jüngsten Anwendungen generativer KI haben die Diskussionen über die Auswirkungen auf die Arbeitswelt befeuert. Für diese neue Stufe der digitalen Transformation ist die Datenlage noch dünn, sodass vorerst historische Vergleiche herangezogen werden, die optimistisch stimmen. Angesichts der Alterung und Schrumpfung der deutschen Erwerbsbevölkerung ist fraglich, ob überhaupt schnell genug digitalisiert und automatisiert werden kann. Klar erscheint, dass sich Tätigkeitsprofile vieler Arbeitskräfte anpassen werden.

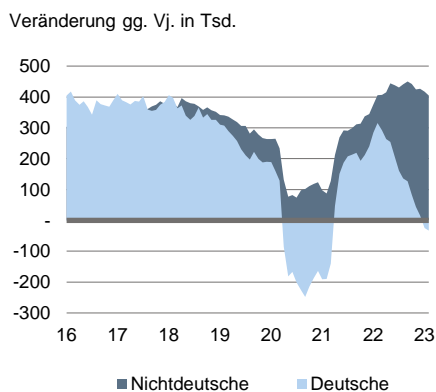
Arbeitsmarktfrühindikatoren 2



Erwerbstätigkeit klettert weiter, Arbeitsloszahl zuletzt ebenfalls

In saisonbereinigter Rechnung erklommen sowohl die Erwerbstätigkeit insgesamt (Mär: 45,9 Mio., +507.000 gg. Vj.) als auch die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung (Feb: 34,8 Mio., +366.000 gg. Vj.) in Q1 neue Höchststände. Im Vorjahresvergleich entspricht dies einem Anstieg von jeweils 1% bzw. 1,1%. Bemerkenswert ist, dass die Zunahme sozialversicherungspflichtiger Beschäftigungsverhältnisse im Vorjahresvergleich seit Jahresbeginn nur noch von Personen ausländischer Staatsangehörigkeit (Feb. +404.000 gg. Deutsche: -15.000) getragen wurde. Im Jahresdurchschnitt von 2023 dürfte sich der Beschäftigungsaufwuchs auf 0,8% verlangsamen (2022: 1,8%) und die Erwerbstätigkeit nur noch um gut 0,7% zulegen, nach 1,3% im Vorjahr. Während 2022 von einer kräftigen Aufholdynamik geprägt war, machen sich nun mit Qualifikationspassungsproblemen (Job Matching) und der allgemeinen demografischen Entwicklung strukturelle Gegenwinde zunehmend bemerkbar. Zudem dürfte sich die Konjunktur im weiteren Jahresverlauf nur mäßig beleben, nach ihrer Schwäche im Winter. In dieser Periode sank die Zahl der bei den Arbeitsagenturen gemeldeten offenen Stellen bis April auf 786.000 (rund 85.000 unter Spitzenwert vom Mai 2022). Auch die repräsentative Stellenerhebung des IAB ergibt für Q1 2023 einen Rückgang auf 1,75 Mio., nach einem Rekord von gut 1,98 Mio. in Q4 2022. Beide Indikatoren liegen aber dennoch auf einem komfortablen Niveau. So signalisieren Arbeitsmarktfrühindikatoren am aktuellen Rand auch einen fortgesetzten Beschäftigungsaufbau. Für die Entwicklung der Arbeitslosigkeit (IAB Arbeitsmarktbarometer) deutet sich in den kommenden drei Monaten aber nur eine Seitwärtsbewegung an.

Aufbau sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung nach Staatsangehörigkeit 3



Die saisonbereinigte deutsche Arbeitslosenzahl stieg seit Jahresbeginn um 45.000 Personen an, auf knapp 2,57 Mio. im April. Die entsprechende Arbeitslosenquote lag bei 5,6% (unbereinigt 5,7%). Die Erfassung ukrainischer Staatsangehöriger wirkt sich nach wie vor spürbar auf die Arbeitsmarktstatistik¹⁵ aus.

¹⁵ Laut Ausländerzentralregister waren im März rund 1,175 Mio. ukrainische Staatsangehörige in Deutschland erfasst. Darunter waren 773.000 Personen im Alter von 15 bis unter 65 Jahren. Bei



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Aber auch die um diesen Sonderfaktor bereinigte monatliche Arbeitslosenzahl ist zuletzt nennenswert angestiegen (Apr: 15.000, Mär: 12.000). Hier hat die Konjunkturdelle des Winters ihre Spuren hinterlassen. Die ansonsten übliche Frühjahrsbelebung war bislang kaum zu vernehmen. In Q2 sind weitere monatliche Zuwächse in der Größenordnung von 5.000 bis 10.000 nicht auszuschließen.

Wir erwarten nun in 2023 eine jahresdurchschnittliche Arbeitslosenquote von 5,6% (zuvor 5,4%) nach 5,3% im Jahr 2022. Im Jahr 2024 dürfte sie dann auf 5,4% (5,2%) zurückgehen.

Laufende Tarifrunde: 2023 geprägt von kräftigen Einmalzahlungen, prozentuale Tariflohnhebungen meist erst 2024

In der laufenden Tarifrunde werden für knapp 11 Mio. Beschäftigte neue Vergütungsverträge ausgehandelt. Für gut 1/3 wurden bereits Ergebnisse erzielt. Darunter unter anderem das Schwergewicht Öffentlicher Dienst von Bund und Kommunen (2,8 Mio.), einhergehend mit Signalwirkung für die Verhandlungen der Bundesländer (ab Okt.), aber auch die Zeitarbeit (735.000) und das Kfz-Handwerk (rd. 100.000).

Wenn sich die Struktur der bisherigen Ergebnisse fortsetzt, dürften im laufenden Jahr kräftige Inflationsausgleichsprämien (in Summe von 2023/24 insg. bis zu EUR 3.000 steuer- und abgabenfrei möglich) dominieren und tabellenwirksame Tariflohnhebungen eher auf das Jahr 2024 fallen. Somit dürfte die Lohndrift im laufenden Jahr stärker ausfallen, da der Tariflohnanstieg wohl nunmehr eher bei gut 4% liegen dürfte, während die Effektivlöhne infolge der kräftigen Einmalzahlungen gut 6% zulegen dürften. Setzt sich die Struktur der jüngsten Abschlüsse fort, könnten die Tariflöhne dann im kommenden Jahr aber um kräftige 5-6% ansteigen.

Ein Beispiel ist der jüngste Abschluss im Öffentlichen Dienst. Er sieht ab Juni eine Inflationsausgleichsprämie von EUR 1.240 (brutto = netto) vor, gefolgt von monatlich EUR 220 von Juni 2023 bis Februar 2024. Erst dann folgt eine tabellenwirksame Sockelanhebung von EUR 200 und darauf aufbauend eine Tariflohnsteigerung von 5,5%, mindestens aber EUR 340. Allein auf das Jahr 2024 bezogen resultieren daraus zwar sehr kräftige Anstiege von gut 10 bis 13%. Bezogen auf die gesamte Laufzeit von 24 Monaten rangiert der tabellenwirksame Lohnanstieg je nach Entgeltgruppe aber eher in der Spanne von 5,5 bis 6,5%. Diese Beschäftigten im Öffentlichen Dienst werden also immer noch einen leichten Reallohnverlust tragen müssen.

Zu den größeren Tarifgruppen, bei denen in den kommenden Monaten Verhandlungen anstehen, zählen der Einzelhandel in verschiedenen Regionen (2,6 Mio.) und der Groß- und Außenhandel (knapp 1,2 Mio.). Für letztere Gruppe fordert die Gewerkschaft ver.di eine Lohnanhebung um 13% bei einer Laufzeit von 12 Monaten. Für den Einzelhandel wird eine Anhebung der Stundenlöhne um EUR 2,50 gefordert. Nach Gewerkschaftsangaben ist ein Großteil der dort beschäftigten Arbeitskräfte in den unteren Entgeltgruppen (Stundenlohn zwischen EUR 12 und 17,44) eingruppiert. Somit entspricht die Lohnforderung einer prozentualen Anhebung im Bereich von gut 14 bis knapp 21%. Angesichts der angespannten Wettbewerbssituation im stationären Einzelhandel könnte eine Einigung anspruchsvoll werden.

Jobcentern und Arbeitsagenturen waren davon im April knapp 194.000 als arbeitslos und rund 368.000 Personen in Unterbeschäftigung gemeldet.



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Tarifverhandlungen in ausgewählten* Branchen

4

Tarfbereich	Kündigungstermin	Beschäftigte
Deutsche Bahn AG	laufend	180.000
Einzelhandel (Hessen)	laufend	592.700
Einzelhandel (NRW und weitere Regionen)	laufend	1.583.900
Groß- und Außenhandel (NRW und weitere Regionen)	laufend	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

*Verhandlungen für mehr als 100.000 tariflich gebundene Beschäftigte

Quellen: WSI-Tarifarchiv, Deutsche Bank Research

In den Tarifverhandlungen mit der EVG (betrifft rund 180.000 Beschäftigte) hat die Deutsche Bahn zuletzt ein neues Angebot vorgelegt. Es beinhaltet bei 24 Monaten Laufzeit Lohnsteigerungen von 12% für die unteren, 10% für die mittleren und 8% für die oberen Einkommensgruppen. Zusätzlich sollen Inflationsausgleichsprämien von EUR 1450 im Juli und EUR 1400 im November gezahlt werden. Zum Zeitpunkt dieser Publikation war noch keine Einigung erreicht worden.

Generative KI und der deutsche Arbeitsmarkt – eine erste Einschätzung

Die in den zurückliegenden Monaten veröffentlichten Anwendungen generativer künstlicher Intelligenz (KI) haben die Diskussionen um die Auswirkungen dieser neuen Stufe der digitalen Transformation kräftig angefeuert. Kern dieser Applikationen sind sogenannte „large language models“, worauf sich zum Beispiel Google Als PaLM 2 oder OpenAls ChatGPT stützt¹⁶, um nur wenige zu nennen. Gerade die einfache Zugänglichkeit von ChatGPT-3.5 und 4 und deren verblüffende Leistungsfähigkeit hat diesen sprunghaften technischen Fortschritt plötzlich ganz nah bis auf das Smartphone herangeholt, wo KI zuvor teilweise noch recht abstrakt erschienen sein mag. Die einfache Zugänglichkeit hat Ausbreitungsgeschwindigkeit befeuert.

Diese auch als autoregressive Sprachmodelle bezeichnete Technologie basiert auf Methoden des (unsupervised) Deep learning eingebettet in eine mehrstufige neuronale Netzarchitektur. Trainiert werden diese Modelle mit sehr großen Datensätzen und nicht zuletzt durch die Interaktion mit den Nutzern. Insofern sind viele dieser (Test-)Anwendungen nur scheinbar „gratis“. Wenngleich sich vor allem die im Fachjargon „Generative Pre-trained Transformer“ (GPT) genannten Anwendungen großer Begeisterung erfreuen, weil sie z.B. umfassende Texte erstellen, die von Menschenhand geschriebenen nur schwer zu unterscheiden sind, so ist doch das Nutzungsspektrum der large language models viel, viel breiter¹⁷. Sie lassen sich prinzipiell auf sequenzielle Datenstrukturen anwenden, was bspw. bis hin zur biochemischen Analyse von Proteinen reicht, denn deren Abfolge ist eine Sprache der Biologie.

Da ist es nur ein kleiner Schritt zur Frage nach den potenziellen Auswirkungen dieser Art von Automation auf die Arbeitswelt. Vor allem weil die physische und/oder intellektuelle entgeltliche Arbeit für die meisten Menschen zentral für ihren Lebensunterhalt ist.

¹⁶ Deutsche Bank Thematic Research 2023. [Generative AI and ChatGPT 101](#).

¹⁷ Eloundou, Tyna, Sam Manning et al. (2023). [GPTs are GPTs: An Early Look at the Labor Market Impact Potential of Large Language Models](#). Submitted working paper.



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Aus historischer Perspektive¹⁸ sind Befürchtungen von Arbeitsplatzverlusten infolge des technischen Fortschritts nicht neu, wenngleich sie sich langfristig betrachtet bislang als übertrieben erwiesen haben. Dennoch ist nicht von der Hand zu weisen, dass die Verbreitung disruptiver (Querschnitts-)Technologien in der kurzen und mittleren Frist durchaus zu Arbeitsplatzverlusten führte. Langfristig waren es aber gerade solche Neuerungen, die halfen die anfänglichen Verluste mehr als auszugleichen.

Automatisierung einzelner Aktivitäten anstatt ganzer Berufe naheliegend

Aktuell ist die Datenlage zu den Auswirkungen (generativer) KI auf den Arbeitsmarkt naturgemäß noch wenig umfangreich, insbesondere mit Blick auf Deutschland. In der zurückliegenden Dekade waren es unter anderem die Studien von Osborne und Frey (2013 und 2017) über die Substitutionspotenziale von Berufen, die für Aufsehen sorgten. Sie stießen in der Folge eine ganze Reihe von internationalen Forschungsarbeiten an. Mit Blick auf Deutschland sind unter anderem die Übertragung des Ansatzes durch Bonin, Gregory und Ziehrath (2015) und Arbeiten der IAB-Forscherinnen Dengler und Matthes (2018) zu erwähnen.

Danach hat zwar die Betroffenheit von digitalen Substitutionspotenzialen über viele Berufssegmente und Qualifikationsstufen zugenommen. Jedoch sind es eher einzelne Tätigkeiten als ganze Berufsbilder, die automatisiert werden können. Der Zuwachs an Produktivität durch die Nutzung digitaler Technologien spielt bei diesen rein berufsbildbezogenen Analysen aber kaum eine Rolle, worauf die Autoren auch hinweisen. Zudem entstehen im Zuge des technologischen Wandels natürlich auch neue Berufe bzw. Beschäftigungsmöglichkeiten.

Trotz aller Unsicherheiten wäre es danach plausibel, dass sich negative und positive Beschäftigungseffekte in etwa ausgleichen. Zumal in Deutschland der demografische Wandel je nach Zuwanderungsszenario in den kommenden fünf bis zehn Jahren ein mehr oder weniger starkes Schrumpfen der Erwerbsbevölkerung von bis zu 3,2 Mio. vorzeichnet. In einem solchen Szenario könnten KI-Technologien zumindest aus einer Makroperspektive eher ein Segen als ein Fluch sein.

Einen Anhaltspunkt für die potenzielle Betroffenheit des deutschen Arbeitsmarktes kann die Struktur der Bruttowertschöpfung geben. Im Jahr 2022 wurden gut 69% (1991: 62%) vom Dienstleistungssektor erbracht (Produzierendes Gewerbe: 29,5%, Landwirtschaft usw.: 1,2%). In diesen eher personalintensiven Unternehmen (in Bezug auf potenzielle Digitalisierung: Werbung, Erstellung von Textinhalten, juristische Berufe, Buchhaltung, Kundendienst und andere technische Dienstleistungen, um nur einige zu nennen) waren 2022 gut 75% (34,3 Mio.) der rund 45,57 Mio. Erwerbstätigen in Deutschland tätig. Angesichts des bereits hohen Automatisierungsgrades im Verarbeitenden Gewerbe (2022: 397 Roboter pro 10.000 Arbeitskräfte, global Platz 4), sind im Dienstleistungsbereich die quantitativ größten Auswirkungen der Automation durch generative KI zu erwarten.

Wenngleich diese Entwicklung aufgrund bislang fehlender Daten zurzeit noch nicht quantitativ prognostizierbar ist, machen die Beschäftigungs- und Wertschöpfungsanteile die potenzielle Exponiertheit etwas besser greifbar. Die Anwendungen (generativer) KI lassen langfristig durchaus kräftige Produktivitätszuwächse erwarten, sodass das Schrumpfen der deutschen Erwerbsbevölkerung abgefedert werden könnte. Darüber hinaus ist bei allem historisch getriebenen Optimismus unklar, ob diesmal nicht doch die arbeitskraftbezogenen



¹⁸ Deutsche Bank Thematic Research (2023). [History suggests AI will ultimately create not destroy jobs.](#)



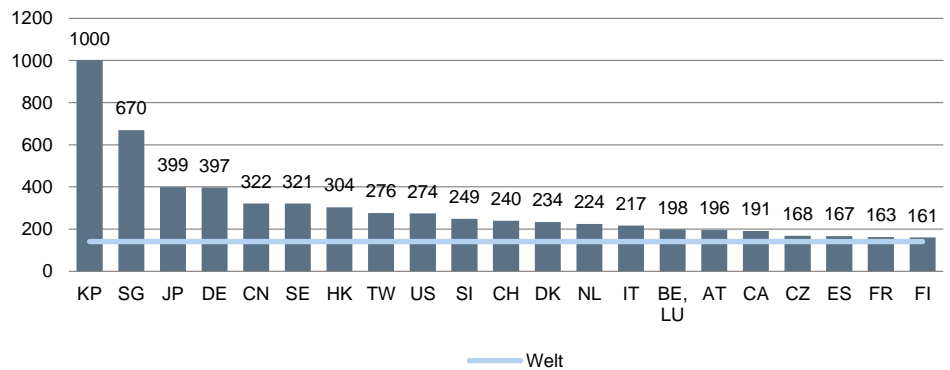
Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Substitutions- und Verdrängungseffekte dominieren könnten. Selbst optimistischere Studien deuten auf starke Verteilungseffekte, da die Produktivitätsgewinne aufgrund starker Vorreiter-Effekte nur wenigen Unternehmen zugutekommen könnten.

Roboter-Dichte im Verarbeitenden Gewerbe 2021

6

Eingesetzte Roboter pro 10.000 Arbeitnehmer



Quelle: International Federation of Robotics

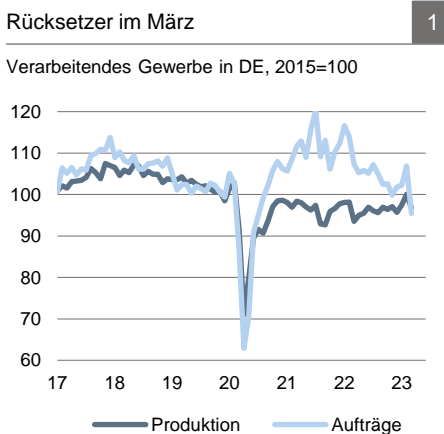
Marc Schattenberg (+49 69 910-31875, marc.schattenberg@db.com)



Verarbeitendes Gewerbe: Aufwärtsrevision der Produktionsprognose auf +1%, trotz gemischter Signale

- Trotz des Rückschlags im März markiert das Produktionsniveau im deutschen Verarbeitenden Gewerbe einen positiven Start in das Jahr 2023 (Q1: +1,8% qoq). Wir erwarten, dass die Fertigung im gesamten Verarbeitenden Gewerbe davon profitieren wird, dass die Automobilindustrie dank der besseren Verfügbarkeit von Vorleistungsgütern und der hohen Auftragsbestände einen Teil der Verluste von 2018 bis 2021 ausgleichen wird. Wir haben unsere Produktionsprognose für das Verarbeitende Gewerbe auf +1% angehoben (von -0,5%).
- Im 1. Quartal 2023 sind die deutschen Exporte in die USA saisonbereinigt um 2,3% gg. dem 4. Quartal 2022 gesunken. Wir erwarten, dass die USA Ende 2023 in eine leichte Rezession rutschen werden. Höhere Zinssätze dürften die US-Nachfrage nach deutschen Investitionsgütern dämpfen. Der starke Euro sorgt für weiteren Gegenwind für Exporte in die USA. Die deutschen Exporte nach China sind im 1. Quartal 2023 um 5,9% gg. Vorquartal gesunken, obwohl die Wirtschaft wieder in Schwung gekommen ist.
- Während die deutschen Exporte in die USA im Laufe des Jahres 2023 weiterhin durch hohe Zinsen beeinträchtigt werden dürften, könnten sich die Exporte nach China in den nächsten Monaten verbessern. Die Probleme in der Lieferkette werden sich wahrscheinlich weiter entspannen, wobei die Erholung der chinesischen Wirtschaft aktuell eher auf das Inland ausgerichtet ist.

Rücksetzer für Auftragseingänge im März



Die März-Daten für Auftragseingänge und Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland enttäuschten. Während beide Indikatoren im Januar und Februar noch positiv überraschten, sanken die Auftragseingänge im März insgesamt um 10,7% gg. Vormonat. Dies war der stärkste Rückgang seit April 2020, dem Beginn der COVID-19-Krise in Europa. Dieser Rückgang lässt sich teilweise durch Einmaleffekte erklären: Im Februar profitierte der gesamte Auftragseingang von Großaufträgen im sonstigen Fahrzeugbau (+55% gg. Vm., vor allem durch höhere Aufträge für Schienenfahrzeuge). Dies hat dazu beigetragen, dass die Aufträge im Verarbeitenden Gewerbe im Februar insgesamt um 4,5% zunahmen. Wie erwartet kam es im März zu einer Gegenbewegung: Die Auftragseingänge im Sonstigen Fahrzeugbau sanken um 47,4% gg. Vormonat. Allerdings schrumpften auch die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe ohne Großaufträge im März um beachtliche 7,7% gg. Vormonat. Die Auftrags-eingänge sanken in fast allen Industriesektoren. Insgesamt lagen die Aufträge im Q1 2023 nur 0,1% über dem Niveau von Q4 2022. Der Start in Q2 wird durch den negativen Überhangeffekt der schwachen Märzdaten gedämpft. Im Mai schwächten sich die auftragsbezogenen PMI-Teilkomponenten erneut ab (Auftragseingänge: 39,1, -5,4 gg. Vm.), nachdem sie sich im April etwas stabilisiert hatten (44,5, +0,7 gg. Vm.), und bleiben weiterhin im kontraktiven Bereich. Ein Lichtblick ist, dass die Presse über große Aufträge im Energie- und Verteidigungssektor im April/Mai berichtet hat.



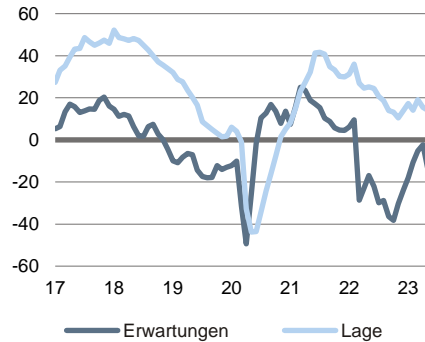
Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Produktionsniveau in Q1 trotz schwachem März recht hoch

Geschäftserwartungen wieder eingetrübt

2

Verarbeitendes Gewerbe, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen

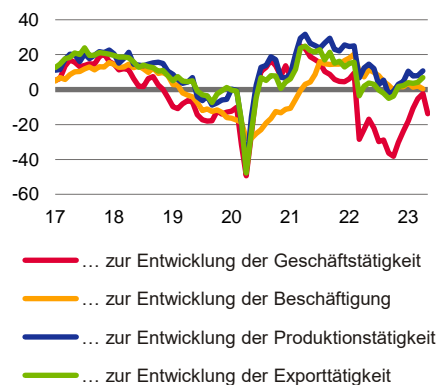


Quelle: ifo Institut

Export- und Produktionserwartungen knapp im positiven Bereich

3

Erwartungen des Verarbeit. Gewerbes in DE, Saldo aus posit. u. negat. Firmenmeldungen

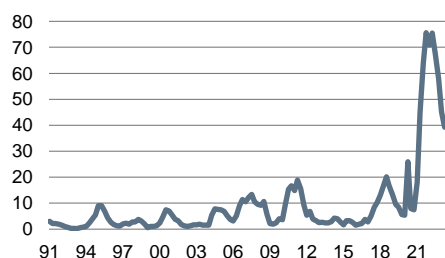


Quelle: ifo Institut

Störungen der Lieferkette lassen nach

4

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



* Quartalswerte. Q2 2023 = April

Quelle: ifo

Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland sank im März um 3,2% gg. Vormonat. Auch hier verzeichneten fast alle Sektoren einen Rückgang. Dennoch war das Produktionswachstum im Januar und Februar stark genug, um im 1. Quartal 2023 ein beachtliches Plus von 1,8% gg. Q4 2022 zu erzielen.

Beim Blick auf die kommenden Monate ergibt sich ein gemischtes Bild. In der Automobilindustrie dürfte der deutliche Rückschlag im März (Produktion: -6,5% gg. Vm.) vorübergehender Natur sein. Die Lieferengpässe (Halbleiter) lösen sich allmählich auf und die Auftragsbücher sind gut gefüllt. Auch die Elektrotechnik hat noch hohe Auftragsbestände. Hier und im Maschinenbau könnten sich allerdings die höheren Zinsen und der relativ starke Euro im Jahresverlauf negativ auswirken, zumindest was das Neugeschäft betrifft. Das Aufholpotenzial in den energieintensiven Branchen scheint aufgrund der anhaltend hohen Energiepreise (wenngleich in den letzten Monaten eine Entspannung, insbesondere bei LNG, zu verzeichnen war) und struktureller Anpassungen der Produktionskapazitäten begrenzt.

Trotz des anspruchsvollen Umfelds haben sich die ifo-Geschäftserwartungen für das Verarbeitende Gewerbe in den letzten Monaten spürbar verbessert. Allerdings wurde beim letzten Datenpunkt im Mai ein Rückschlag verzeichnet. Die Geschäftserwartungen liegen derzeit im negativen Bereich. Auch die Exporterwartungen gaben zuletzt (Mai: 1,8 (Saldo), -4,6 gg. Vm.) nach. Die Produktionserwartungen dürften sich ebenfalls abgeschwächt haben.

Darüber hinaus hat sich die PMI-Komponente für die künftige Produktion für das Verarbeitende Gewerbe im Mai deutlich abgeschwächt (48,7, -5,7 gg. Vm.), und der Gesamtindikator ist weiter unter die Expansionsschwelle von 50 Punkten gefallen (Mai: 42,9, -1,6 gg. Vm., aufgrund schwacher Aufträge und des Abbaus von Lagerbeständen). Positiv zu vermerken ist, dass die Unterbrechungen der Lieferkette weiter nachlassen. Im April meldeten „nur“ 39,2% aller Unternehmen Lieferengpässe. Im März 2022 waren es noch über 80% (ifo-Daten).

Schwächere US-Nachfrage voraus – chinesische Erholung könnte Impulse verleihen

Die USA sind der wichtigste Exportmarkt für Deutschland. Gemessen an der durch Exporte geschaffenen inländischen Wertschöpfung haben die USA nach den jüngsten OECD-TiVA-Daten (2018) einen Anteil von rund 9,8%. Im Jahr 2022 gingen fast 10% aller deutschen Exporte in die USA. Die deutschen Ausfuhren stiegen nominal um 28% auf EUR 156 Mrd. Allerdings hat die Dynamik der deutschen Exporte in die USA in letzter Zeit nachgelassen. Im 1. Quartal 2023 gingen sie saisonbereinigt um 2,3% gegenüber dem 4. Quartal 2022 zurück. Wir erwarten, dass die USA Ende 2023 in eine leichte Rezession rutschen werden. Höhere Zinssätze dürften die US-Nachfrage nach deutschen Investitionsgütern dämpfen. Auch der starke Euro belastet die Exporte in die USA. Die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes in den USA tendierte bereits in den letzten Monaten recht schwach, mit einigen Auf- und Abschwüngen.

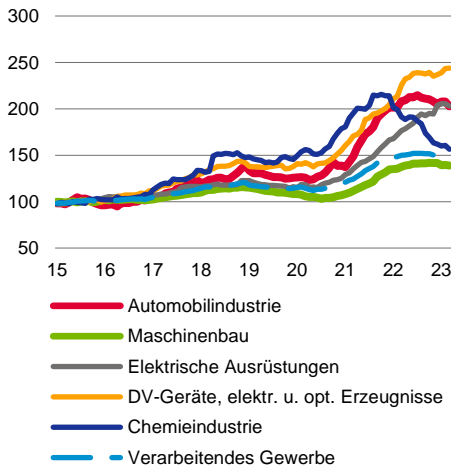
China war 2023 der viertgrößte Exportmarkt für Deutschland. Bezogen auf die durch Exporte geschaffene inländische Wertschöpfung hat China nach den neuesten (2018) OECD-TiVA-Daten (Ausgabe 2021) einen Anteil von 7,9%. Aufgrund der Datenlage dürfte die Relevanz Chinas leicht unterschätzt werden, da die Handelsverflechtungen für Güter nach 2018 etwas zugenommen haben. 2022 gingen 6,8% aller deutschen Ausfuhren nach China. Die Maßnahmen zur Eindämmung von COVID-19 haben die Wirtschaft vor Ort bis Anfang 2023 beeinträchtigt. Mit der Wiederbelebung der Wirtschaft wurden Hoffnungen auf eine



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

5 Elektrotechnik und Automobilindustrie mit sehr hohem Auftragsbestand

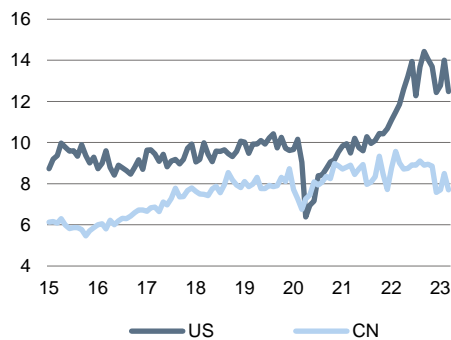
Auftragsbestand nach Sektor in Deutschland, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

6 Deutsche Exporte in die USA und nach China zu Jahresbeginn schwach

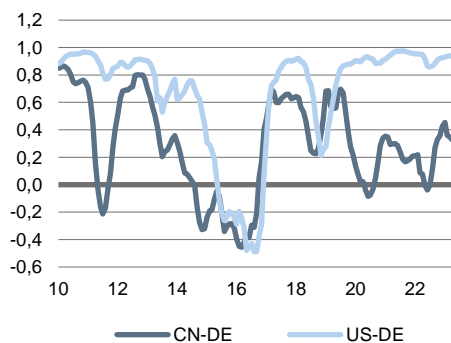
Deutsche Warenausfuhren, kalender- und saisonbereinigt, EUR Mrd.



Quelle: Statistisches Bundesamt

7 Korrelationen zwischen regionalen PMI des Verarbeitenden Gewerbes

24 M gleitende Korrelation



Quellen: HCOB, S&P Global

rasche Belebung der Inlandsnachfrage und der Industrieproduktion verknüpft. Während sich die Einzelhandelsumsätze in China in den letzten Monaten erholt haben (Apr.: +18,4 % gg. Vj.), ist die Wachstumsrate der Industrieproduktion zuletzt deutlich hinter den Markterwartungen zurückgeblieben (Apr.: +5,6% gg. Marktprognosen von +11%).

Im April ging der PMI für das Verarbeitende Gewerbe in China den zweiten Monat in Folge zurück und fiel unter die Schwelle von 50. Die deutschen Exporte nach China sind im ersten Quartal 2023 saisonbereinigt um 5,9% gesunken.

Während die deutschen Exporte in die USA im Laufe des Jahres 2023 weiterhin von den hohen Zinssätzen negativ beeinflusst werden könnten, könnten sich die Exporte nach China in den nächsten Monaten angesichts der erwarteten makroökonomischen Belebung und der nachlassenden Probleme in den Lieferketten verbessern, wenngleich die Erholung der chinesischen Wirtschaft aktuell stärker auf das Inland ausgerichtet ist.

Die konjunkturelle Synchronisation zwischen Deutschland und den USA (Korrelation gut 70%) ist vergleichsweise stark, sodass der von dort zu erwartende Gegenwind ab dem 2. Halbjahr die eher schwachen positiven Impulse aus China überwiegen könnte. Verschiedene Studien (wenn auch methodisch unterschiedlich) weisen darauf hin, dass eine engere wirtschaftliche Verflechtung mit den USA auch zu stärkeren wirtschaftlichen Spillover-Effekten (Elastizität um ½%) auf Deutschland führt als Impulse aus China (Elastizität um ¼%).

Dies spiegelt sich nicht zuletzt in den deutschen ausländischen Direktinvestitionen (FDI) wider. Laut Bundesbankstatistik beliefen sich die deutschen FDI in China im Jahr 2021 auf EUR 102,7 Mrd., das sind 7,2% aller deutschen FDI im Ausland. In den USA beliefen sie sich dagegen auf EUR 408,9 Mrd. oder 28,7%. Dennoch war das Engagement in China relativ lukrativ. Von 2017 bis 2021 flossen laut MERICS¹⁹ etwa EUR 7 bis 11 Mrd. an Gewinnen nach Deutschland zurück, was 12% bis 16% aller durch deutsche FDI im Ausland generierten und nach Deutschland ausgeschütteten Gewinne entspricht.

Seit Ende 2019 hat sich die Korrelation zwischen den Einkaufsmanagerindizes (PMI) des Verarbeitenden Gewerbes von Deutschland und China abgeschwächt, während sie zwischen Deutschland und den USA hoch und vergleichsweise konstant geblieben ist. Wie zu erwarten war, zeigen sich auch zwischen der deutschen PMI-Komponente der Exportneuaufträge und den entsprechenden Gesamtindizes der USA (gut 70%) und Chinas (je nach Stützungszeitraum: 30-35%, in den fünf Jahren vor der Pandemie deutlich niedriger) Unterschiede. Danach dürfte sich die für das 2. Halbjahr erwartete US-Rezession am stärksten auf die Stimmung der deutschen Unternehmen auswirken. Dies gilt umso mehr, als die Erholung der chinesischen Wirtschaft vorerst sehr binnenorientiert ist.

Revision der Produktionsprognose auf +1% (von -0,5%)

Trotz des Rücksetzers im März markiert das Produktionsniveau in Q1 2023 einen positiven Start in das Jahr 2023 (+1,8% gg. Vq.). Wir erwarten, dass die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe davon profitiert, dass die Automobilindustrie dank der besseren Verfügbarkeit von Vorleistungsgütern und des hohen Auftragsbestands einen Teil der Verluste von 2018 bis 2021 ausgleichen wird. Der Produktionsindex in der Automobilindustrie dürfte eine deutlich zweistellige Wachstumsrate erreichen. Angesichts der Größe der Automobilindustrie wird

¹⁹ Matthes, Jürgen, Sonja Beer et al. (2023). Gewinne deutscher Investoren in China - eine erste empirische Bestandsaufnahme. Bertelsmann Stiftung, Mercator Institute for China Studies (MERICS), Bundesverband der Deutschen Industrie. Köln.



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

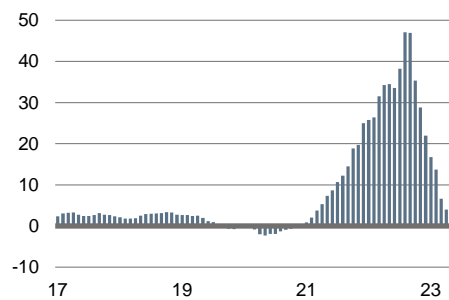
dieser kräftige Anstieg das durchschnittliche Produktionswachstum des gesamten Verarbeitenden Gewerbes auch dann erhöhen, wenn andere Investitionsgüterproduzenten oder die energieintensiven Industrien schwächer abschneiden. Wir revidieren daher unsere Produktionsprognose für das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland auf +1% (von -0,5%) nach oben. Für 2024 erwarten wir ein Fertigungsplus von 0,5%.

Erzeugerpreise: Weitere Beruhigung zu erwarten

Wachstum der Erzeugerpreise lässt nach

8

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



Quelle: Statistisches Bundesamt

Im April 2023 stiegen die deutschen Erzeugerpreise unerwartet um 0,3% gg. März (Markterwartungen: -0,5%), nachdem sie sechs Monate in Folge gesunken waren. Im Jahresvergleich hat der Druck auf die Erzeugerpreise jedoch weiter nachgelassen (April: +4,1% gg. Vj. vs. März: +6,7%).

Dies deckt sich mit den preisbezogenen Teilkomponenten des PMI für die Industrie. Den Umfrageergebnissen zufolge sind die Inputpreise im Mai den vierten Monat in Folge rückläufig (36,6). Bei den Verkaufspreisen schwächt sich die noch immer vorhandene Aufwärtsdynamik weiter ab (Mai: 50,3 vs. April: 52,3), allerdings mit geringerem Tempo. Diese Umfragedaten deuten darauf hin, dass sich die Ertragslage der befragten Industrieunternehmen vorerst weiter gut entwickeln könnte.

Niedrigere Energiepreise (einschließlich Basiseffekt), nachlassende Probleme in den Lieferketten und eine insgesamt gedämpfte Wirtschaftstätigkeit dürften in den nächsten Monaten zu sinkenden Erzeugerpreisen beitragen. Auch der stärkere Euro wird sich dämpfend auf die Importpreise auswirken. Im Durchschnitt könnten die Erzeugerpreise gegenüber dem Niveau von 2022, als sie um mehr als ein Drittel gestiegen sind, leicht zurückgehen.

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

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



Sind Kredite knapp? Finanzierungsbedingungen für deutsche Unternehmen

- Die Kreditvergabe an Unternehmen verlangsamt sich erheblich, doch ist dies in erster Linie eine Normalisierung und mindestens ebenso sehr auf eine gedämpfte Nachfrage wie auf die Angebotsseite, d.h. strengere Kreditstandards der Banken, zurückzuführen.
- Das Kreditwachstum ist mit einem Plus von 8% gegenüber Vorjahr immer noch beträchtlich. Eine Schrumpfung gibt es derzeit nur in zwei Branchen.
- Besorgniserregender ist das Austrocknen des Marktes für Unternehmensanleihen, bei dem die Nettoemissionen seit Herbst eingebrochen sind. Der Markt leidet doppelt – sowohl unter den deutlich höheren Zinsen als auch unter dem Wegfall des dominanten Käufers der letzten Jahre, der EZB.

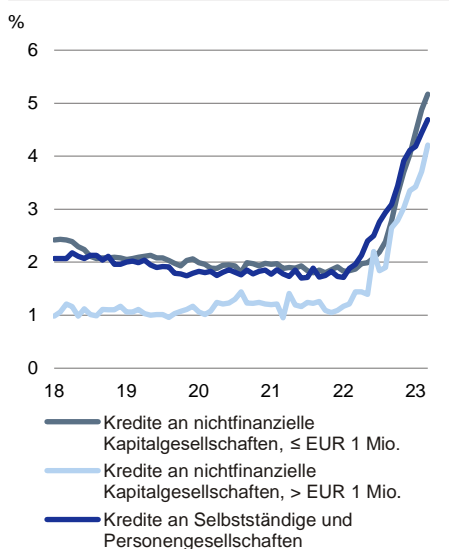
Sind die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen mittlerweile zu restriktiv geworden, ein Jahr nach Beginn des Zinsanstiegs in Europa? Auf den ersten Blick ist das Kreditwachstum in Deutschland tatsächlich stark rückläufig. Bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sank es vom Höchststand von 13 ½% im September auf 8% im März (letzte verfügbare Daten). Der Wert für das dritte Quartal war durch eine einzigartige Mischung aus Inflation, Rezessionsangst und Notkrediten für Energieunternehmen in die Höhe getrieben worden. Diese Faktoren haben sich seitdem eindeutig abgeschwächt. De facto ist das ausstehende Kreditvolumen im letzten halben Jahr unverändert geblieben. Nebenbei bemerkt: Die Entwicklung bei den Wohnungsbaukrediten verlief relativ ähnlich. Hier hat sich die Wachstumsrate von mehr als 7% im Mai 2022 auf derzeit nur noch 4 ½% verringert.

Sollte dies ein Grund zur Sorge sein?

Bislang wahrscheinlich nicht allzu sehr, und zwar aus mehreren Gründen:

- Der Verlangsamung ging ein langer Boom voraus. Die Unternehmenskredite stiegen zwischen 2016 und 2022 um 41%, während die Realwirtschaft nur um 23% (nominal) wuchs. Infolgedessen nahm die Gesamtverschuldung des Unternehmenssektors – zu der auch Anleihen oder Lieferantenverbindlichkeiten gehören – von 64% des BIP auf 73% (Stand: Q3 22) zu. In diesem Sinne müssen bei einer Normalisierung der Kreditvergabe an Unternehmen oder sogar einer vorübergehenden Stagnation nicht gleich die Alarmglocken läuten.
- Die Banken haben ihre Kreditstandards in den vergangenen drei Quartalen moderat verschärft, doch die geringere Nachfrage dürfte sich mindestens ebenso stark ausgewirkt haben. Im Bank lending survey meldeten netto 19% (Q3 & Q4 22) bzw. 16% (Q1 23) der deutschen Banken im Vergleich zum Vorquartal strengere Kreditstandards für Unternehmen. Das ist ein beachtlicher Anteil, der jedoch weit unter den Werten liegt, die während der Finanzkrise erreicht wurden (bis zu 50%), und selbst damals gab es in Deutschland keine echte Kreditklemme. Außerdem gehen nur 13% der Banken davon aus, dass sie ihre Kreditstandards im zweiten Quartal weiter verschärfen werden. Die schwächere Nachfrage dürfte also keine geringere Rolle spielen. In Q4 und Q1 verzeichneten 32% bzw. 26% der Banken einen Rückgang der Nachfrage von Unternehmen, der bei langfristigen Krediten noch kräftiger war. Dies war vor allem auf die dämpfende Wirkung der höheren Zinsen und geringere Investitionsausgaben zurückzuführen.

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe



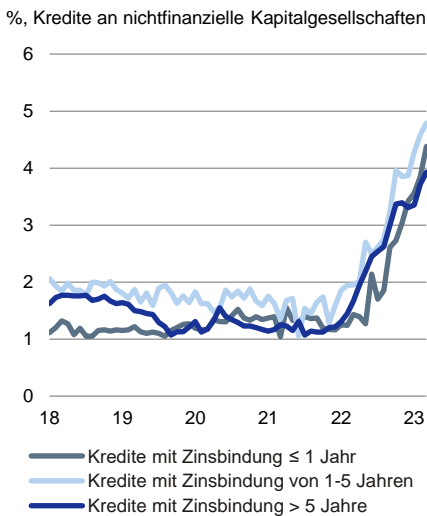
Quelle: EZB



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

... nach Zinsbindungsfrist

2

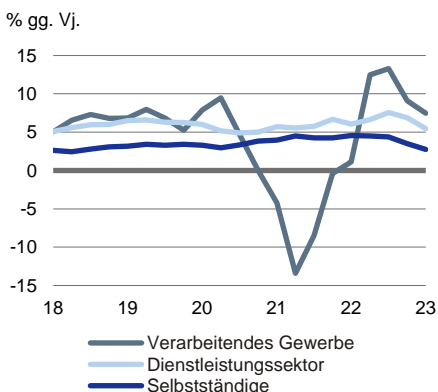


iii. Apropos: Die höheren Zinsen haben sicherlich erheblich zur Dämpfung der Kreditvergabe beigetragen. Der Anstieg in den letzten 12-15 Monaten ist in der jüngeren Vergangenheit beispiellos. Allerdings begann er auch auf einem beispiellos niedrigen Ausgangsniveau, und das jetzige Niveau ist nichts anderes als eine Rückkehr zum langfristigen „Normalzustand“ vor der Finanzkrise. Tatsächlich haben die Banken die Zinserhöhungen der EZB (zumindest bisher) noch nicht einmal in vollem Umfang an ihre Kunden weitergegeben und diese insofern etwas vor der Verschärfung abgeschildert. Während die Leitzinsen bis März um 3,5 %-Punkte angehoben wurden, stiegen die Zinsen der deutschen Banken für Unternehmenskredite nur um etwa 3 %-Punkte.

iv. Besorgniserregender als die allmähliche Abschwächung der Kreditvergabe der Banken dürfte die erhebliche Verschlechterung am Markt für Unternehmensanleihen sein. Die Nettoemission durch nichtfinanzielle Unternehmen in Deutschland fiel in Q1 auf null, was den schwächsten Jahresbeginn seit 2008 darstellt. Schon Q4 war nicht gut gelaufen (EUR 1,3 Mrd.). Der Markt leidet nicht nur unter den höheren Zinsen, sondern auch unter dem Wegfall seines stärksten Rückhalts, der EZB. Diese beendete ihre Nettokäufe von Unternehmens- (und anderen) Anleihen im vergangenen Juni, nachdem sie im Sommer 2016 ihr erstes derartiges „Quantitative Easing“-Programm begonnen hatte. Im Laufe der Jahre hat sich der Markt vermutlich an den „Käufer der letzten Instanz“ gewöhnt, der insgesamt nicht weniger als EUR 391 Mrd. allein an Unternehmensanleihen aufkaufte. Dabei belief sich die Nettoemission durch nichtfinanzielle Unternehmen im Euroraum in diesem Zeitraum zusammengenommen nur auf EUR 455 Mrd.²⁰ Für den Anleihemarkt (und damit für die emittierenden Unternehmen) könnte es sich als schwieriger erweisen als für das Kreditgeschäft der Banken, ein neues Gleichgewicht am freien Markt ohne die „große helfende Hand“ der Notenbank zu finden. Der Lichtblick könnte sein, dass Bankkredite als Finanzierungsform für europäische Unternehmen weiterhin wichtiger sind als Anleihen. Darüber hinaus unterstreicht die geringe Emissionstätigkeit, dass der niedrigere Finanzierungsbedarf der Unternehmen ein wichtiger Grund für die schwächere Kreditvergabe der Banken ist.

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige nach Branche

3



Was die Kreditvergabe nach Branchen angeht, so zeigen die Daten der Bundesbank (die sich etwas von den obigen EZB-Zahlen unterscheiden, welche Selbstständige nicht mit einbeziehen) eine breit angelegte Verlangsamung, jedoch keinen Einbruch. Die Kredite an den Dienstleistungssektor lagen im ersten Quartal um immer noch solide 5,5% über dem Vorjahr, während die Kredite an das Verarbeitende Gewerbe um 7,5% zunahmen, nachdem sie im letzten Jahr (wie auch 2020) stark angestiegen waren. Im Einklang mit einer moderateren Dynamik in der Vergangenheit ist das Kreditwachstum bei den Selbstständigen momentan bescheiden (+2,8%). Über alle Wirtschaftszweige hinweg schrumpft das Kreditvolumen jedoch nur in der Gummi-/Kunststoffindustrie und der Landwirtschaft, die zusammen nicht mehr als 3,9% des Gesamtmarktes ausmachen. Betrachtet man nur das erste Quartal, d.h. ohne die Folgen des starken Q3-Werts für die Jahres-Wachstumsrate, war das Kreditwachstum zwar deutlich schwächer als üblich, dennoch legte das Kreditvolumen in den meisten Branchen verglichen mit Ende Dezember zu.

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

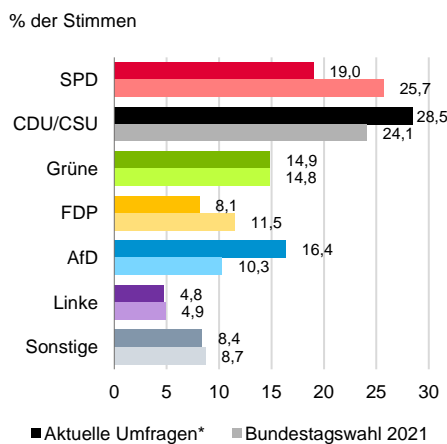
²⁰ Beide Werte sind jedoch nicht direkt vergleichbar, da ein gewisser Anteil der Anleihekäufe auf Nichtbank-Finanzinstitute entfiel, diese aber nicht in den Emissionsdaten der nichtfinanziellen Unternehmen enthalten sind.



Energiepolitik belastet den Zusammenhalt der Regierung

— **Starke Dynamik in der Energie- und Industriepolitik – der Haushalt 2024 ist das fehlende Bindeglied.** Jüngste wirtschaftspolitische Maßnahmen und Vorschläge zielen darauf ab, den Ausbau erneuerbarer Energien und die Installation von Wärmepumpen zu beschleunigen, wettbewerbsfähige Strompreise für energieintensive Branchen sicherzustellen und steuerliche Anreize für die Dekarbonisierung von Industrieprozessen zu schaffen. Allerdings gibt es (noch) keinen Konsens über die endgültige Wahl des dazu eingesetzten wirtschaftspolitischen Instrumentariums. Während Finanzminister Lindner eher Steuererleichterungen bevorzugt, möchte Wirtschaftsminister Habeck auf bestimmte Subventionsformen setzen. Da im Haushaltsentwurf 2024 noch eine Haushaltslücke von 20 Mrd. EUR geschlossen werden muss, könnte es daher zu weiteren fiskalischen Debatten kommen – momentan sind pauschale Ausgabenkürzungen in allen Ressorts mit Ausnahme des Verteidigungsressorts im Gespräch. Bis zur Vorstellung des Haushaltsentwurfs 2024 im Kabinett, die am 5. Juli noch vor der parlamentarischen Sommerpause erfolgen soll, müssen die verwendeten wirtschaftspolitischen Instrumente aufeinander abgestimmt sein.

Kein Interesse an Neuwahlen aufgrund geringer derzeitiger Beliebtheit **1**



*Durchschnitt der Ergebnisse jüngster Umfragen führender Meinungsforschungsinstitute (Allensbach, Kantar, Forsa, FG-Wahlen, INSA, Infratest)

Quellen: Wahlrecht.de, Deutsche Bank

— **Geringe Beliebtheitswerte der Regierung in der Mitte der Legislaturperiode sind nichts Ungewöhnliches** – keine der drei Regierungsparteien hat ein Interesse an vorgezogenen Neuwahlen. Die Beliebtheit der Ampelkoalition hat Anfang Mai in den Umfragen einen neuen Tiefstand erreicht. Dies ist jedoch nicht ungewöhnlich für das zweite Jahr einer Legislaturperiode. Regierungen neigen dazu, potenziell unpopuläre politische Maßnahmen vorzuziehen, um die Wähler gegen Ende des Wahlzyklus wieder für sich zu gewinnen. Angesichts der derzeit niedrigen Zustimmungsraten der drei Ampelparteien hat keiner der drei Partner ein Interesse an vorgezogenen Neuwahlen. Die derzeit öffentlich ausgetragenen Meinungsverschiedenheiten sollten bei der Analyse der Koalitionsstabilität nicht zu stark gewichtet werden.

— **Ist die justierte China-Strategie der EU richtungweisend für die lange erwartete deutsche China-Strategie?** Im Zuge der anstehenden Aktualisierung ihrer China-Strategie ist die EU im Begriff, die Gewichte in ihrem bekannten China-Dreiklang „Partner, Konkurrent, systemischer Rivale“ neu zu justieren. Darüber hinaus dürfte das handelspolitische Schutzinstrumentarium der EU weiter ausgebaut werden (siehe Vorschläge für Outbound Investment Screening, also nach außen gerichteter Investitionskontrolle). Die Diskussion auf EU-Ebene spiegelt sich in Deutschland wider, wo am 14. Juni die Veröffentlichung der allerersten nationalen Sicherheitsstrategie erwartet wird, der im Frühherbst eine China-Strategie folgen soll. Die ausgerufenen Strategie des De-risking gegenüber China zu konkretisieren, bleibt jedoch ein Balanceakt für ein Land mit einem exportorientierten Wachstumsmodell.

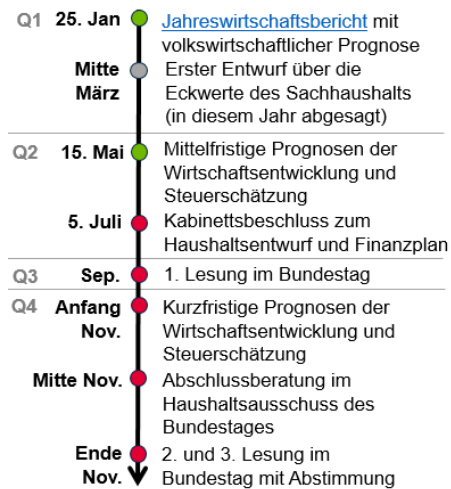
— **EU-Stabilitätspakt: Möglichkeiten für einen Kompromiss zwischen Berlin und Brüssel.** Die EU-Kommission hat in ihrem jüngsten Gesetzesvorschlag, der eine Mischung aus dem alten regelbasierten und einem neuen, auf der Schuldentragfähigkeit basierenden Ansatz ist, teilweise Zugeständnisse an Deutschland gemacht. Auch wenn sich Finanzminister Lindner in seinem Meinungsbeitrag für die FT klar gegen länderspezifische Schuldenabbau-pfade ausgesprochen hat, glauben wir, dass die finanzpolitischen Vorbehalte teilweise durch innenpolitische Erwägungen in Deutschland bedingt sind. Ein möglicher Kompromiss könnte auf EU-Ebene nach den Landtagswahlen in Hessen und Bayern, die am 8. Oktober stattfinden, gefunden werden.



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Prozess zur Aufstellung des Bundeshaushalts

2



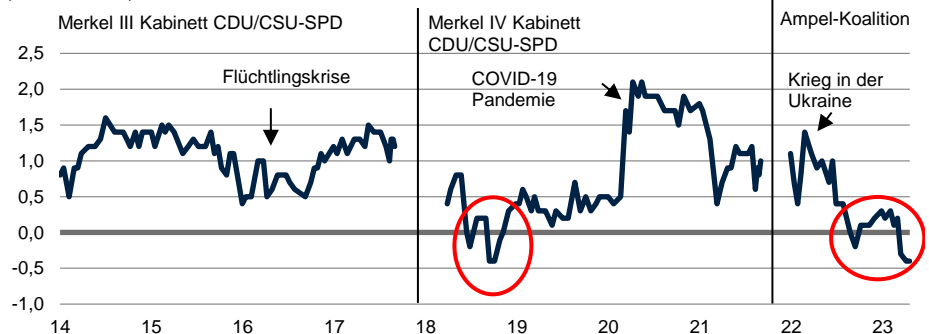
Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank

Wie wir in unserem jüngsten [Blog](#) und im [Energy Transition Monitor](#) beschrieben haben, treibt die Regierung energie- und industriepolitische Maßnahmen voran, um die grüne Transformation zu beschleunigen und gleichzeitig die negativen Auswirkungen auf die industrielle Wettbewerbsfähigkeit zu begrenzen. Jüngste wirtschaftspolitische Maßnahmen und Vorschläge zielen darauf ab, den Ausbau erneuerbarer Energien und die Installation von Wärmepumpen zu beschleunigen, die Strompreise für die energieintensive Industrie zu subventionieren und steuerliche Anreize für die Dekarbonisierung von Industrieprozessen zu schaffen. Allerdings gibt es (noch) keinen vollständigen Konsens über die Wahl des dazu eingesetzten wirtschaftspolitischen Instrumentariums. Während Finanzminister Lindner Steuererleichterungen bevorzugt, setzt Wirtschaftsminister Habeck eher auf bestimmte Subventionsformen. Da im Haushaltsentwurf 2024 noch eine Haushaltslücke von rund EUR 20 Mrd. geschlossen werden muss, könnte es daher zu weiteren finanzpolitischen Debatten kommen. Wir gehen davon aus, dass das Ringen um den wirtschaftspolitischen Kurs noch ein paar Wochen andauern wird. Momentan sind pauschale Ausgabenkürzungen in allen Ressorts mit Ausnahme des Verteidigungsressorts im Gespräch.²¹ Bis zur Vorlage des Haushaltsentwurfs 2024 im Kabinett, die am 5. Juli noch vor der parlamentarischen Sommerpause erfolgen soll, müssen die verwendeten wirtschaftspolitischen Instrumente aufeinander abgestimmt sein (siehe Grafik 2).

Geringe Zufriedenheit mit der Regierung in den ersten Jahren einer Legislaturperiode ist nicht außergewöhnlich

3

Zufriedenheit mit der Bundesregierung, Skala von -5 (sehr unzufrieden) bis 5 (sehr zufrieden)



Quellen: FG Wahlen Politbarometer, Deutsche Bank

Aktuelle wirtschaftspolitische Vorschläge im Fokus

Wirtschaftsminister Habeck unterbreitet Vorschlag für subventionierten Industriestrompreis – keine Unterstützung von Finanzminister Lindner und Bundeskanzler Scholz. Am 5. Mai stellte Wirtschaftsminister Habeck sein Konzept für einen subventionierten Industriestrompreis in Höhe von 6 Cent pro kWh vor. Das entspricht in etwa dem Preis, den industrielle Großverbraucher vor der Energiepreiskrise zahlen mussten, liegt aber zum Vergleich immer noch über den US-Strompreisen. Die Subvention soll befristet bis 2030 gelten und auf die aktuelle Strompreisbremse folgen, die im Frühjahr 2024 endet. Der gedeckelte Strompreis soll für energieintensive Branchen wie Chemie, Metall, Stahl, Glas und Papier gelten. Jedoch müsste der Vorschlag von der EU-Kommission nach den EU-Beihilfavorschriften genehmigt werden, was sich als schwierig erweisen könnte, wie EU-Kommissarin Vestager kürzlich andeutete.²² Die Gesamtkosten werden auf EUR 25-30 Mrd. geschätzt. Sowohl Bundeskanzler Scholz (siehe

²¹ FAZ, Scholz und Lindner planen offenbar 20-Milliarden-Sparpaket, 23. Mai 2023

²² Euractiv, EU's Vestager calls for caution as Germany presents electricity subsidy plan, 9. Mai 2023



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Pressesstatement) als auch Finanzminister Lindner²³ unterstützen den Vorschlag nicht, da er relativ kostspielig ist, den Wettbewerb verzerrt und schwer umsetzbar ist (z.B. welches Unternehmen hat Anspruch auf die Förderung).

Wärmewende – oder wie man den Verbrauch fossiler Brennstoffe im Wärmemarkt senkt, ohne öffentlichen Unmut auszulösen. Der dreiteilige Gesetzesvorstoß mit dem Gebäudeenergiegesetz, dem Fernwärmegesetz und dem Energieeffizienzgesetz sorgt derzeit für lebhaftere öffentliche Debatten, wobei vor allem der erste Gesetzesvorschlag im Laufe des parlamentarischen Gesetzgebungsverfahrens weitere Änderungen²⁴ erfahren dürfte, möglicherweise auch in Bezug auf den Starttermin (Differenzierung Neubau/Bestand).

— Der Entwurf des Gebäudeenergiegesetzes sieht vor, dass neue Heizungsanlagen ab Januar 2024 zu mindestens 65% mit erneuerbaren Energien betrieben werden müssen – was de facto einem Verbot neuer Öl- und Gasheizungen gleichkommt. Ein Heizungsaustausch soll mit 30% der Kosten bezuschusst werden, bei einkommensschwachen Haushalten mit bis zu 50% der Gesamtkosten. Das gesamte staatliche Förderkonzept besteht aus einer Mischung aus Zuschüssen aus dem Klima- und Transformationsfonds, einer ergänzenden Kreditförderung und steuerlichen Abschreibungsmöglichkeiten. Der Gesetzesentwurf soll noch vor der Sommerpause von Bundestag und Bundesrat beraten werden, wobei es im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens zu weiteren Änderungen kommen dürfte (möglicherweise in Bezug auf die Altersgrenze, die Rolle von H2-ready Gasheizungen usw.). Während eine gezielte Förderung nur von sozial schwachen Haushalten oder solchen, die aufgrund der Altersstruktur keinen Zugang zu einem Bankkredit haben, die fiskalische Belastung verringern würde²⁵, ist eine breit angelegte Förderung angesichts der gemischten öffentlichen Resonanz auf das Gesetz derzeit wahrscheinlicher (siehe Grafik 4).

— Das Fernwärmegesetz zielt drauf ab, den Ausbau der Fernwärme zu fördern. Es wird derzeit ausgearbeitet und soll im Laufe des Juni vorgelegt werden. Dies könnte für das Timing des umstrittenen Gebäudeenergiegesetzes entscheidend sein, da es skizziert, wie viele Haushalte in Zukunft Zugang zu Fernwärme haben werden – eine wichtige Voraussetzung, um das faktische Verbot neuer Öl- und Gasheizungen zu operationalisieren.

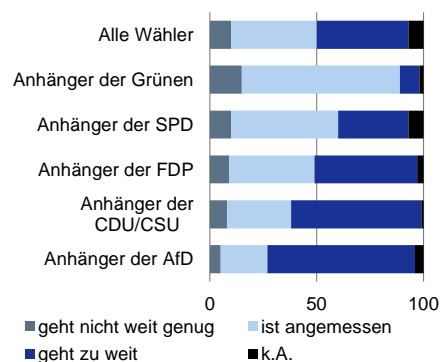
— Der Entwurf des Energieeffizienzgesetzes (EnEfG) legt Ziele für die Senkung des Primär- und Endenergieverbrauchs in Deutschland für 2030 fest (Senkung des Primärenergieverbrauchs um 39%). Im Speziellen enthält der Entwurf Energieeinsparverpflichtungen von Bund und Ländern, sowie die Einführung von Energie- und Umweltmanagementsystemen für Unternehmen mit großem Energieverbrauch und spezielle Energieeffizienz- und Abwärmeforderungen für Rechenzentren.

Energie-, Industrie- und Steuerpolitik – wie fügt sich alles zusammen? Die drei Koalitionspartner ringen noch um den Bundeshaushalt 2024. Finanzminister Christian Lindner stellt sich den Ausgabenforderungen seiner Koalitionspartner, der Grünen und der SPD (siehe z.B. Debatte um subventionierte Strompreise, Kindergrundsicherung), entgegen. Er verzichtete auf die für Mitte März vorgesehene Vorstellung der Eckwerte des Bundeshaushalts und verweist²⁶ derzeit auf eine Haushaltslücke von rund 20 Mrd. Euro, die es zu schließen gilt, um die Schuldenbremse einzuhalten. Die kürzlich veröffentlichte Steuerschätzung 2024 hat die Hoffnungen auf eine positive Überraschung auf der Einnahmenseite nicht bestätigt, im Gegenteil. Da die FDP jegliche Steuererhöhungen ausschließt (eine ihrer politischen Kernforderungen), könnte der Schwerpunkt nun

Geteilte Meinung zum Entwurf des Gebäudeenergiegesetzes

4

Bewertung der vorgeschlagenen Maßnahme, in %



Quellen: ARD Deutschlandtrend April 2023, Deutsche Bank Research

²³ Handelsblatt, „Den Industriestrompreis sehe ich sehr kritisch“, 2. Mai 2023

²⁴ Siehe Stellungnahme des Bundesrats vom 12. Mai 2023

²⁵ Siehe OECD Economic Survey Germany, Mai 2023

²⁶ Pressekonferenz zu den Ergebnissen der Steuerschätzung, 11. Mai 2023

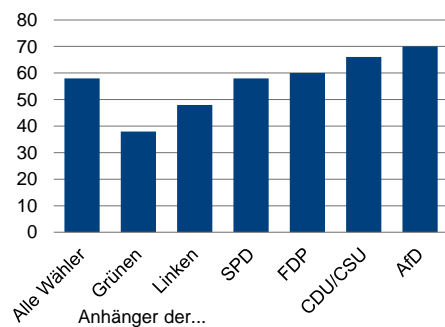


Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Deutschland: Eine sparsame Nation

5

% der Wähler, die weniger Staatsausgaben befürworten

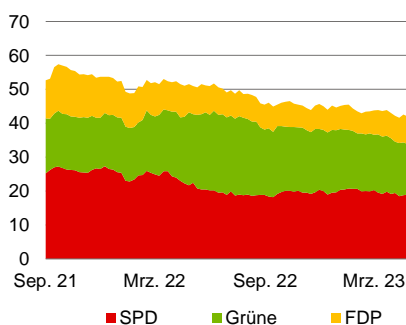


Quellen: Institut für Demoskopie Allensbach, April 2023

Beliebtheit der Ampelkoalition erreicht bisherigen Tiefpunkt

6

Zustimmungswerte in Umfragen, in %



Quellen: Wahrecht.de, Deutsche Bank

auf der Reduktion bestehender Ausgaben (z.B. durch den Abbau klimaschädlicher Subventionen) und dem Setzen von Prioritäten (z.B. höhere Verteidigungsausgaben) liegen. Momentan sind zudem pauschale Ausgabenkürzungen in allen Ressorts mit Ausnahme des Verteidigungsressorts im Gespräch. Insgesamt erwarten wir für den Bundeshaushalt 2024 ein Defizit von 2% des BIP (siehe Artikel zur Finanzpolitik auf Seite 8). Der nächste wichtige Termin wird die Entscheidung des Kabinetts über den Haushaltsentwurf sein, die für den 5. Juli (vor Beginn der parlamentarischen Sommerpause) vorgesehen ist.

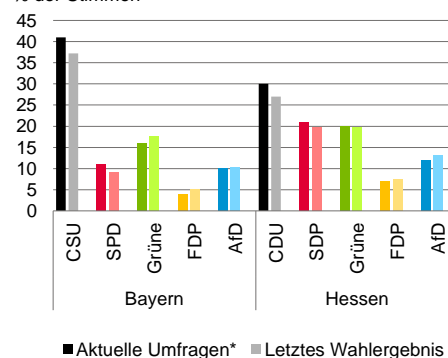
FinMin Lindner schließt eine Umwidmung der Mittel des Wirtschaftsstabilisierungsfonds aus. Unserer Ansicht nach ist eine Umwidmung der 200 Mrd. Euro aus dem Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF), der im vergangenen Jahr zur Entlastung der Energiekosten und zur Rekapitalisierung der Gasimporteure eingerichtet wurde, politisch schwierig umsetzbar. Obwohl einige SPD-Abgeordnete²⁷ eine Umwidmung nicht abgeflossener Mittel des Fonds fordern, schließt Finanzminister Lindner dies aus.²⁸ Bereits jetzt ist eine Verfassungsklage wegen der Umwidmung des EUR 60 Mrd. Klima- und Transformationsfonds (KFT) im Jahr 2022 anhängig. Sowohl politisch (Mehrheitsentscheidung im Parlament erforderlich) als auch rechtlich wäre es ziemlich schwierig, diese Umwidmung durchzusetzen (siehe Grafik 5).

Geringe Beliebtheitswerte der Regierung in der Mitte der Legislaturperiode sind nichts Ungewöhnliches. Nach fast zwei Jahren im Amt hat die Popularität der Ampelkoalition Anfang Mai einen neuen Tiefstand erreicht, wobei alle Parteien zusammen noch auf eine Zustimmungsrate von 41% kommen (siehe Grafik 6). Relativ niedrige Beliebtheitswerte im zweiten Jahr einer Legislaturperiode sind jedoch nichts Ungewöhnliches (die aktuellen niedrigen Werte entsprechen den Zustimmungsraten der Vorgängerregierung von 39% im Juni 2019). Regierungen neigen dazu, potenziell unpopuläre politische Maßnahmen vorzuziehen, um die Wähler gegen Ende des Wahlzyklus wieder für sich zu gewinnen. Im föderalen System könnte auch der Landtagswahlkalender den wirtschaftspolitischen Fahrplan der Bundesregierung beeinflussen, zumindest bis zu einem gewissen Grad. Insgesamt erwarten wir jedoch keine größeren politischen Kehrtwendungen auf Bundesebene im Vorfeld der Landtagswahlen in Hessen und Bayern am 8. Oktober. In beiden Bundesländern führen derzeit die CDU/CSU in den Umfragen (siehe Grafik 7).

CDU/CSU führt in den Umfragen für Bayern und Hessen

7

% der Stimmen



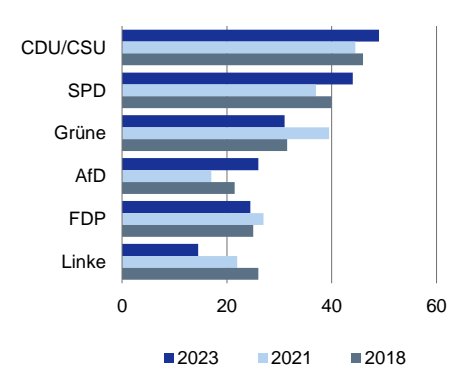
* Umfragen vom 3. und 4. Mai 2023

Quellen: Wahrecht.de, Deutsche Bank

Die Grünen und Linken verzeichnen den größten Rückgang im Wählerpotenzial

8

Maximales Wählerpotenzial, in %



Quellen: INSA Wählerpotentialanalyse, Deutsche Bank Research

²⁷ Z.B. Rolf Mützenich, siehe Handelsblatt, Haushaltsstreit der Ampel verschärft sich, 14. April 2023

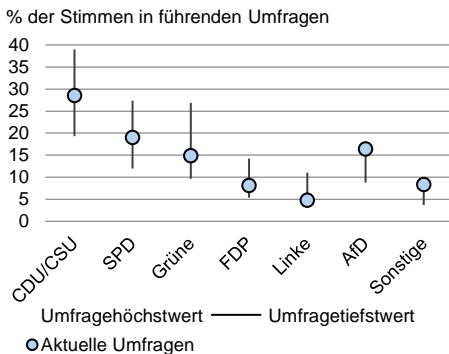
²⁸ Siehe Handelsblatt, Lindner lehnt Mützenich-Vorschlag im Haushaltsstreit ab, 14. April 2023



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Alle Parteien liegen aktuell im Rahmen der Umfragewerte der letzten 6 Jahre

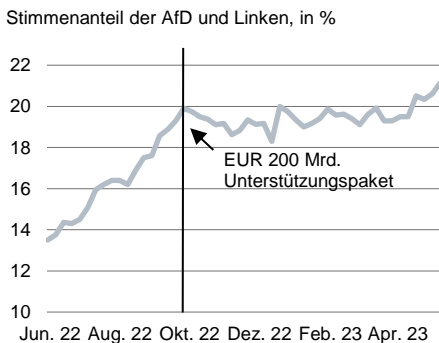
9



Quellen: Wahlrecht.de, Deutsche Bank Research

Unterstützung der Polparteien stabil seit EUR 200 Mrd. Unterstützungspaket

10

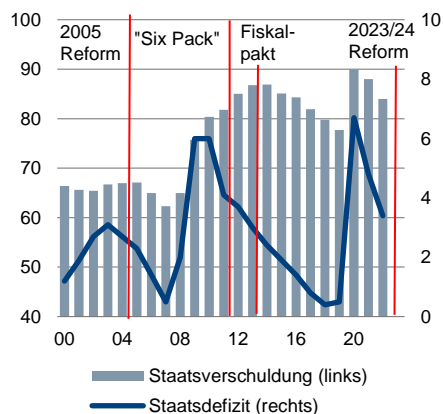


Quellen: Wahlrecht.de, Deutsche Bank Research

Entwicklung der EU-Fiskalregeln

11

EU-27 Staatsverschuldung, in % des BIP (links)
Staatsdefizit, in % des BIP (rechts)



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Kein struktureller Bruch in den Wählerpräferenzen – kombinierte Unterstützung der Parteien am Rande des politischen Spektrums relativ stabil. Alle Parteien liegen derzeit in den Umfragen zwischen den jeweilig erzielten Höchst- und Tiefstwerten der letzten sechs Jahre (siehe Grafik 8). Die Union profitiert als führende Oppositionspartei derzeit am meisten von der sinkenden Beliebtheit der Regierung und zieht enttäuschte Wähler der Liberalen und der Grünen an, die unter der Affäre um den ehemaligen Staatssekretär Graichen leiden. Insgesamt hat sich die Unterstützung für die Parteien am Rande des politischen Spektrums (AfD und Linke) nach der Ankündigung des EUR 200 Mrd.-Hilfspakets im Oktober bei einer Zustimmungsrate von etwa 20% stabilisiert, nachdem sie im letzten Sommer um etwa 6 %-Punkte gestiegen war (siehe Grafik 9). Allerdings liegt die AfD derzeit in den Umfragen nahe an ihrem Allzeithoch von 16,5% im September 2018. Ein Blick auf die jüngsten Schätzungen des maximalen Wählerpotenzials der Parteien am Rande des politischen Spektrums (siehe Grafik 10) zeigt, dass dieses für die AfD auf rund 25% gestiegen ist, während es für die Linke auf rund 15% zurückging.

Keiner der drei Koalitionspartner hat ein Interesse an vorgezogenen Neuwahlen. Derzeit liegen alle drei Parteien in den Umfragen unter (SPD und Liberale) bzw. nahe bei (Grüne) den bei der letzten Bundestagswahl erreichten Stimmenanteilen und haben somit kein Interesse an vorgezogenen Neuwahlen. Dies gilt insbesondere für die FDP, deren Zustimmungswerte sich zwar langsam erholen, aber mit rund 8% immer noch relativ nahe an der 5%-Hürde für den Einzug in den Bundestag liegen (siehe Grafik 1). Dies weckt schlechte 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 Parlament vertreten war. Trotz gelegentlicher Rückschläge und Divergenzen dürfte die Regierungskoalition aus heutiger Sicht die gesamte Legislaturperiode Bestand haben.

EU-Stabilitätspakt: Möglicher Kompromiss zwischen Berlin und Brüssel. Die EU-Kommission hat in ihrem jüngsten Gesetzesvorschlag teilweise Zugeständnisse an Deutschland gemacht. Er besteht nun aus einer Mischung aus dem alten regelbasierten und einem neuen, auf der Schuldentragfähigkeit basierenden Ansatz (siehe Europe Blog vom 26. April). In einem technischen Non-Paper vom April betonte Deutschland die Notwendigkeit, metrische Mindestvorgaben für die Reduktion der öffentlichen Verschuldung (sogenannte common quantitative benchmarks) in den länderspezifischen Schuldenabbauplänen beizubehalten und eine Revisionsklausel einzuführen. Auch wenn sich Finanzminister Lindner in seinem Gastbeitrag in der Financial Times²⁹ klar gegen länderspezifische Schuldenabbaupfade ausgesprochen hat, glauben wir, dass die finanzpolitischen Vorbehalte teilweise durch innenpolitische Erwägungen in Deutschland bedingt sind. Eine Reihe von Wahlniederlagen der FDP bei Landtagswahlen dürfte dazu beitragen, dass Finanzminister Lindner sein Profil als „freundlicher Falke in der EU-Haushaltsdebatte“ weiter schärfen wird. Ein möglicher Kompromiss auf EU-Ebene könnte nach den Landtagswahlen im Oktober in Hessen und Bayern gefunden werden. Da auch Deutschland kein Interesse daran haben dürfte, dass die alten Fiskalregeln 2024 wieder in vollem Umfang in Kraft gesetzt werden, besteht Spielraum für einen politischen Kompromiss (z.B. eine modifizierte Form mechanistischer Schuldenreduzierungsanforderungen), und das gesamte Gesetzgebungsverfahren könnte Anfang nächsten Jahres abgeschlossen werden (siehe Grafik 11).

Das Update der China-Strategie der EU könnte den Ton für die lang erwartete deutsche China-Strategie angeben – De-risking statt De-coupling. Die EU ist im Begriff, ihre China-Strategie aus dem Jahr 2019 zu überarbeiten. Insbesondere geht es um das Justieren der Gewichte in ihrem bekannten Dreiklang „Partner,

²⁹ Christian Lindner, We need to strengthen fiscal rules, not dilute them, Financial Times, 25. April 2023



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Konkurrent, Systemrivale“, wie aus einem Non-Paper³⁰ hervorgeht, das vor dem Treffen der EU-Außenminister am 12. Mai in Umlauf gebracht wurde. Darüber hinaus gibt es ein anhaltendes politisches Momentum in Bezug auf die Erweiterung des handels-, investitions- und außenpolitischen Schutzinstrumentariums der EU. Zum einen verhandeln die EU-Außenminister das 11. Russland-Sanktionspakets, das im Kommissionsvorschlag ein neues Rechtsmittel beinhaltet, um Sanktionsumgehungen stärker zu bekämpfen (zweistufiges Verfahren, das restriktive Maßnahmen gegenüber Drittstaaten möglich machen könnte – sogenannte extraterritoriale Sanktionen). Es bleibt abzuwarten, ob und in welcher Form das 11. Sanktionspaket auf dem Treffen der Staats- und Regierungschefs am 29. und 30. Juni beschlossen wird. Zweitens erweitert die EU-Kommission ihr Instrumentarium möglicherweise um einen Screening-Mechanismus für Auslandsinvestitionen „für eine sehr kleine Anzahl sehr sensibler Technologien“.

Die Diskussion auf EU-Ebene spiegelt sich in Deutschland wider: Deutschland wird am 14. Juni seine allererste nationale Sicherheitsstrategie veröffentlichen, gefolgt von seiner China-Strategie, die sich nun möglicherweise bis zum Frühherbst verzögert (siehe Focus Germany über die sich entwickelnden Beziehungen zu China). In seiner Rede vor dem Europäischen Parlament am 9. Mai bekräftigte Bundeskanzler Scholz, dass der Schwerpunkt auf Risikominimierung („De-risking“) und nicht auf der Abkopplung von China („De-coupling“) liege. Zwar besteht Einigkeit darüber, dass die Handels- und Investitionspolitik in Zukunft auch unter dem Gesichtspunkt der nationalen Sicherheit betrachtet werden muss, doch bleibt das De-risking ein Balanceakt für ein Land mit einem exportorientierten Wachstumsmodell. Im Vorfeld der deutsch-chinesischen Regierungskonsultationen am 20. Juni hat Deutschland bereits Bedenken gegen den extraterritorialen Sanktionsvorschlag der EU geäußert.³¹

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

Ursula Walther (ursula.walther@db.com)

³⁰ Non-Paper „Reshaping Our Relationship With China, Engaging With China, Competing With China“, 12. Mai 2023

³¹ Handelsblatt, Diplomaten: Deutsche Vorbehalte wegen China bei neuen EU-Russland-Sanktionen, 11. Mai 2023



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
31.05.2023	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Mai	5,6	5,6
31.05.2023	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj.)	Mai	6,2	7,2
31.05.2023	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vm.)	Mai	0,0	0,4
01.06.2023	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	April	1,0	-2,2
05.06.2023	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	April	1,5	-5,9
05.06.2023	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	April	0,5	-5,3
05.06.2023	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	April	16,3	14,9
06.06.2023	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	April	4,0	-10,7
07.06.2023	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	April	1,3	-3,2
13.06.2023	8:00	VPI ohne Energie und Nahrungsmittel (% gg. Vj.)	Mai	5,4	5,8
13.06.2023	8:00	VPI ohne Energie und Nahrungsmittel (% gg. Vm.)	Mai	0,2	0,6
23.06.2023	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Juni	45,0	42,9
23.06.2023	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Juni	57,0	57,8
26.06.2023	10:00	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Juni	89,0	91,7

*lt. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

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

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



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	5,125	-0,10	3,25	4,50					6,75	15,71	7,00
Jun-23	5,125	-0,10	3,50	4,75					6,75	14,00	7,00
Sep-23	5,125	-0,10	3,75	4,75					6,75	12,00	7,00
Dec-23	5,125	-0,10	3,75	4,75					6,25	10,50	6,50

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	5,46	0,00
Jun-23	5,55	0,00
Sep-23	5,40	0,00
Dec-23	4,75	0,00

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	3,82	0,42	2,52
Jun-23	4,05	0,50	2,85
Sep-23	3,65	0,50	2,70
Dec-23	3,60	0,50	2,65

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,07	139,67	0,87	1,23	0,97	11,61		11,86	4,50	372,88	23,61
Jun-23	1,10	125,00	0,88	1,25	0,99	11,70		12,00	4,70	395,00	23,50
Sep-23	1,13	122,50	0,89	1,27	1,00	11,85		12,00			
Dec-23	1,15	120,00	0,90	1,28	1,01	12,00		12,00	4,60	390,00	23,00

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



Nur eine technische Rezession? Wirklich?

Deutschland: Datenmonitor

	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Dez 2022	Jan 2023	Feb 2023	Mrz 2023	Apr 2023	Mai 2023
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	92,3	87,6	86,8	91,5		88,6	90,1	91,1	93,2	93,4	91,7
ifo Geschäftserwartungen	86,1	79,3	80,1	88,5		83,3	86,1	88,2	91,1	91,7	88,6
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	93,9	89,6	88,7	94,6		90,8	93,0	94,2	96,6	96,5	93,4
Produktion (% gg. Vp.)	-0,8	0,4	0,2	1,8		-1,4	1,9	2,6	-3,2		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-6,4	-0,5	-3,3	0,1		1,9	0,5	4,5	-10,7		
Grad der Kapazitätsauslastung	84,9	85,0	84,9	84,6	84,2						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	-3,0	-0,9	-0,6	3,5		-8,8	9,3	2,7	-3,1		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-12,9	-2,6	-0,9	-3,8		0,5	-5,8	4,2	0,9		
ifo Bauhauptgewerbe	94,3	92,6	90,2	91,8		90,3	90,9	91,9	92,6	93,1	92,2
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-2,6	-0,8	-2,2	-1,4		-1,8	0,5	-0,3	-2,4		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-16,7	0,5	29,6	6,5		38,1	-2,6	2,8	16,6	12,6	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-8,6	1,7	-5,3	1,6		-0,1	4,9	4,3	-13,3		
Exporte (% gg. Vp.)	6,2	2,1	-0,4	-0,8		-6,1	2,7	4,0	-5,9		
Importe (% gg. Vp.)	10,0	3,4	-5,3	-5,7		-7,0	-0,8	3,8	-5,3		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	14,4	9,8	29,2	47,3		11,3	15,8	16,6	14,9		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	5,1	5,5	5,5	5,5		5,5	5,5	5,5	5,6	5,6	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-1,3	150,7	37,7	6,3		-9,0	-5,0	7,0	19,0	24,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,5	1,1	1,0	1,0		1,0	1,0	1,0	1,0		
ifo Beschäftigungsbarometer	103,2	100,5	99,0	99,8		99,3	100,1	99,4	99,9	100,2	
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	8,2	9,4	10,8	8,8		9,6	9,2	9,3	7,8	7,6	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	3,7	3,8	5,2	5,5		5,4	5,1	5,4	5,9	5,6	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)											
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	23,5	12,4	1,9	-15,0		-3,6	-8,3	-11,9	-23,4	-24,9	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	111,7	98,7	89,6	84,2		83,4	88,4	84,8	79,7	84,1	
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	56,7	53,3	42,9	26,3		35,2	27,6	24,0	27,3	23,8	
EC Unternehmensumfrage	67,2	55,7	49,4	26,6		41,5	35,8	24,7	19,4	15,2	
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	3,4	2,6	4,9	6,1							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	3,5	2,8	3,8	5,1							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	4,6	1,8	5,8	5,0							
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	5,5	6,8	5,1	3,0		5,1	4,2	3,5	3,0		
Trend von M3*						5,7	5,1	4,3	3,6		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	6,6	8,2	6,8	5,5		6,8	6,4	6,1	5,5		
Kredite an öffentliche Haushalte	13,6	18,5	7,3	-7,1		7,3	-3,6	-5,3	-7,1		

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

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



Nur eine technische Rezession? Wirklich?



Nur eine technische Rezession? Wirklich?



Ausblick Deutschland

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

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

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

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

- ▶ Nur eine technische Rezession? Wirklich? 29. Mai 2023
- ▶ 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

© 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