



17. Oktober 2023

**Autoren**

Stefan Schneider  
und  
Team Economic Research, Frankfurt

**Editor**

Stefan Schneider

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

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

**DB Research Management**

Stefan Schneider

**Inhaltsverzeichnis**

**Seite**

Prognosen.....	2
Deutschland: Eine Double-Dip-Rezession ...	3
VPI: (Kern-) Inflation dürfte sinken, aber geopolitische Ereignisse bergen Aufwärtsrisiken .....	8
Schwache Konjunktur kommt im Arbeitsmarkt an, 2023er Lohnrunde läuft noch .....	12
Strukturelle Angebotsengpässe dämpfen Wachstumspotenzial und behindern Energiewende .....	14
Exportindustrie stellt sich auf neue Realitäten ein .....	20
Privathaushalte suchen bessere Verzinsung – Zurückhaltung bei der Immobilienfinanzierung.....	24
Rechtsruck bei den Landtagswahlen dürfte zu mehr politischem Pragmatismus auf der Bundesebene führen .....	26
Geldpolitik: Eine geduldige EZB .....	31
Datenkalender.....	33
Finanzmarktprognosen.....	34
Datenmonitor.....	35

Original in englischer Sprache: 13. Oktober 2023

# Eine Double-Dip-Rezession

**Deutschland: Eine Double-Dip-Rezession.** Harte und weiche Daten deuten im 3. Quartal auf einen BIP-Rückgang von etwa 0,3% gg. Vq. hin. Auch wenn der Gesamtrückgang des BIP im Verlauf der Double-Dip-Rezession (4. Quartal 22/ 1. Quartal 23 und 3. Quartal 23) wahrscheinlich weniger als 1 Prozentpunkt betragen wird, bedeutet ein erneuter Rückgang des BIP einen weiteren Rückschlag für das bereits angeschlagene Vertrauen der Deutschen. Diese negative Rückkopplung wird die Wirtschaft im Jahr 2024 wahrscheinlich belasten.

**VPI: (Kern-) Inflation dürfte sinken, aber geopolitische Ereignisse bergen Aufwärtsrisiken.** Zwar deuten unsere Modelle auf einen spürbaren Rückgang der Kerninflation bis Ende 2024 hin. Allerdings gehen vom jüngsten starken Anstieg der Rohölpreise erhebliche Aufwärtsrisiken aus. Insgesamt erwarten wir, dass die Inflation auf 6,1% (2023), 2,5% (2024) und 2,4% (2025) zurückgehen dürfte.

**Schwache Konjunktur kommt im Arbeitsmarkt an, 2023er Lohnrunde läuft noch.** Der Beschäftigungsaufwuchs dürfte vorerst ein Plateau bilden. Arbeitsmarktfrühindikatoren signalisieren einen weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit in den kommenden Monaten. Die Arbeitslosenquote dürfte auch 2024 bei 5,6% liegen.

**Strukturelle Angebotsengpässe dämpfen Wachstumspotenzial und behindern Energiewende.** Megatrends wie Dekarbonisierung, Digitalisierung und Demografie sowie Anzeichen einer Deglobalisierung könnten zu strukturellen Angebotsengpässen führen. Sie dürften das Potenzialwachstum in Deutschland in Richtung 0,5% drücken und die Inflation über 2% halten.

**Exportindustrie stellt sich auf neue Realitäten ein.** Die Exporte dürften im Jahr 2023 aufgrund der getrübtten Stimmung, der geringeren Wettbewerbsfähigkeit und der schwachen Erholung in China schrumpfen. Für das Jahr 2024 erwarten wir aufgrund des mageren globalen Wachstums und der strukturellen Herausforderungen für die deutsche Wirtschaft nur eine bescheidene Erholung.

**Privathaushalte suchen bessere Verzinsung – Zurückhaltung bei der Immobilienfinanzierung.** Die Privathaushalte schichteten massiv Gelder von Niedrigzinsprodukten in besser verzinsten Termineinlagen und Anleihen um, insbesondere in Sparbriefe. Die Talsohle bei der Immobilienfinanzierung könnte in Sicht sein.

**Rechtsruck bei den Landtagswahlen dürfte zu mehr politischem Pragmatismus auf der Bundesebene führen.** Das starke Abschneiden der AfD dürfte den allgemeinen politischen Diskurs (besonders in der Migrations- und Klimapolitik) weiter beeinflussen.

**Geldpolitik: Eine geduldige EZB.** Eine echte Rezession wird in der EWU wahrscheinlich vermieden werden, aber die Überzeugung, dass die Inflation nachhaltig zum Ziel zurückkehrt, wird sich nur langsam durchsetzen. Wir gehen weiterhin von einer längeren Pause der EZB aus. Die EZB dürfte ihre Leitzinsen im September – möglicherweise schon im Juni – senken und erst 2025 allmählich auf ein neutrales Niveau zurückführen.



## Eine Double-Dip-Rezession

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	3,4	0,4	0,5	8,4	5,6	2,2	-1,1	1,0	1,5	-3,6	-3,5	-3,3
Deutschland	1,8	-0,5	0,3	6,9	6,1	2,5	4,2	5,0	4,8	-2,5	-2,1	-2,1
Frankreich	2,5	0,9	0,5	5,9	5,9	2,3	-2,0	-1,5	-1,2	-4,7	-4,7	-4,6
Italien	3,9	0,7	0,4	8,7	6,2	2,0	-1,2	0,5	1,3	-8,0	-5,3	-4,9
Spanien	5,8	2,3	1,2	8,3	3,5	2,6	0,6	0,8	0,8	-4,8	-4,2	-3,4
Niederlande	4,3	0,2	0,2	11,6	4,6	2,4	9,3	6,3	6,3	0,0	-2,0	-1,7
Belgien	3,2	0,8	0,4	10,3	2,3	3,0	-1,0	-2,1	-1,4	-3,9	-5,0	-4,5
Österreich	4,3	-0,2	0,2	8,6	8,0	2,2	-0,3	1,2	1,5	-3,2	-3,0	-1,8
Finnland	1,6	0,2	0,2	7,2	4,4	1,8	-2,5	-1,9	-1,2	-0,8	-2,5	-2,4
Griechenland	5,9	2,3	1,6	9,3	4,3	2,5	-10,2	-8,0	-6,0	-2,3	-2,0	-1,3
Portugal	6,8	2,2	0,9	8,1	5,6	2,2	-1,1	1,0	0,5	-0,4	-0,5	-0,5
Irland	9,5	-0,9	2,1	8,1	5,2	1,8	10,8	10,0	9,0	1,6	1,5	1,5
Großbritannien	4,3	0,3	0,4	9,1	7,6	3,3	-3,1	-3,9	-3,1	-5,2	-4,8	-3,5
Dänemark	2,7	1,0	1,3	8,5	4,0	2,8	13,4	10,0	10,0	3,3	1,8	1,0
Norwegen	3,2	1,4	0,7	5,8	5,7	3,0	30,2	23,0	19,5	26,0	21,0	19,5
Schweden	2,9	-0,5	0,7	8,1	8,5	3,0	4,8	5,0	5,0	0,7	-0,1	-0,4
Schweiz	2,7	0,8	1,5	2,8	2,4	1,6	9,9	7,8	7,9	-0,4	0,2	0,2
Tschech. Rep.	2,5	0,2	2,4	15,1	11,0	3,5	-6,1	-1,5	-0,8	-3,6	-4,3	-2,1
Ungarn	4,6	0,4	2,9	14,5	18,1	5,9	-8,1	-2,8	-1,2	-6,2	-4,6	-3,5
Polen	5,3	0,5	2,8	14,3	11,7	6,3	-2,4	-0,5	-0,8	-3,7	-5,3	-4,9
USA	1,9	2,3	0,6	8,0	4,1	2,4	-3,7	-3,3	-3,4	-5,4	-5,6	-5,6
Japan	1,0	2,2	0,7	2,5	3,2	2,4	1,9	3,7	4,4	-6,8	-4,5	-3,1
China	3,0	5,1	4,7	2,0	0,6	2,3	2,2	1,9	1,5	-4,7	-4,3	-4,0
Welt	3,3	3,0	2,7	8,7	6,6	5,2						

\* 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	2023P	2024P	2023				2024			
					Q1	Q2	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	3,2	1,8	-0,5	0,3	-0,1	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,4	0,4	0,4
Privater Konsum	1,5	3,9	-0,8	1,5	-0,3	0,0	0,1	0,3	0,2	0,7	0,4	0,1
Staatsausgaben	3,1	1,6	-1,6	1,9	-1,9	0,1	1,0	1,0	0,5	0,2	0,2	0,2
Anlageinvestitionen	-0,2	0,1	0,6	-0,4	1,7	0,4	-0,9	-0,4	0,2	0,6	0,8	0,9
Ausrüstungen	2,8	4,0	3,8	1,2	2,1	0,6	-0,5	0,0	1,7	2,0	1,5	1,2
Bau	-2,6	-1,8	-1,3	-2,6	2,7	0,2	-1,5	-1,0	-1,0	-0,5	0,5	1,0
Lager, %-Punkte	0,9	0,7	-0,1	-0,2	-0,8	0,4	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
Exporte	9,7	3,3	-0,9	1,1	0,4	-1,1	0,3	0,5	0,2	0,3	0,4	0,6
Importe	8,9	6,6	-1,5	2,3	-1,5	0,0	0,7	0,8	0,4	0,5	0,4	0,4
Nettoexport, %-Punkte	0,9	-1,2	0,2	-0,5	0,9	-0,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1
Konsumentenpreise (VPI)**	3,1	6,9	6,1	2,5								
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,3	5,6	5,6								
Industrieproduktion***	4,8	-0,3	0,0	-0,5								
Budgetsaldo, % BIP	-3,6	-2,5	-2,1	-2,1								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	69,3	66,3	64,6	65,2								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,7	4,2	5,0	4,8								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	265	115,0	205	205								

\*\*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



## Deutschland: Eine Double-Dip-Rezession

- Harte und weiche Daten deuten auf eine Schrumpfung des BIP um etwa 0,3% gg. Vq. im dritten Quartal hin. Trotz der rückläufigen Inflation glauben wir, dass der private Verbrauch nur allmählich aus seinem Trott herauskommen wird, da das Verbrauchervertrauen weiterhin gedrückt ist.
- Die jüngste Aufwärtskorrektur unserer US-Prognose, die von einer kürzeren und flacheren Rezession in den USA ausgeht, wird wahrscheinlich nicht genügend externe Impulse liefern, um eine Aufwärtskorrektur unserer deutschen BIP-Wachstumsprognosen zu rechtfertigen.
- Auch wenn der Gesamtrückgang des BIP während der Double-Dip-Rezession (4. Quartal 22/ 1. Quartal 23 und 3. Quartal 23) wahrscheinlich weniger als 1 Prozentpunkt betragen wird, bedeutet ein erneuter Rückgang des BIP einen weiteren Schlag für das ohnehin schon angeschlagene deutsche Vertrauen. Diese negative Rückkopplung wird die Wirtschaft im Jahr 2024 wahrscheinlich belasten.

In der Ausblick Deutschland Ausgabe vom 29. Mai 2023 haben wir uns die rhetorische Frage gestellt: „Nur eine technische Rezession?“ und antworteten mit „Wirklich?“, um unsere Skepsis auszudrücken. Zwar hat sich der Wachstumsverlust im Winterhalbjahr nach mehreren Revisionen auf 0,5 Prozentpunkte reduziert und Q1 war kaum noch negativ (-0,09%). Aber die Stagnation in Q2, die die technische Rezession – zumindest technisch gesehen – beendete, signalisierte nicht wirklich eine Wende zum Besseren.

### Q3: Industrie im Rückwärtsgang, Senkung der Jahresprognosen 2023/24

Im Gegenteil, im Juli und August fiel der Composite PMI unter die Boom-Bust-Linie von 50. Mit einer leichten Erholung im September beendete er das dritte Quartal bei 46,4 Punkten. Das ifo Geschäftsklima sank im dritten Quartal um 5 Punkte gegenüber dem Durchschnitt des zweiten Quartals. Die Erwartungskomponente fiel um 5 Punkte und damit in gleichem Maße wie die Einschätzung der aktuellen Lage (-4,9), was wenig Hoffnung auf eine Erholung der Wirtschaft in Q4 macht. Die harten Daten für Juli und August zeichnen ein ähnlich düsteres Bild. Die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes ging im Juli/August um 1,7% gegenüber dem Durchschnitt des zweiten Quartals zurück. Die Bauproduktion stieg um 0,1%. Aufgrund des 11,3%igen Einbruchs im Juli sind die Auftragseingänge der Industrie im Juli/August im Vergleich zum zweiten Quartal um 3,2% gesunken, trotz der teilweisen Erholung im August (+3,9% gg. Vm.). Die Inlandsaufträge gingen um 4,8% zurück, wobei die Inlandsaufträge für Investitionsgüter – ein guter Indikator für die Investitionsausgaben – um 8,8% sanken. Die Außenwirtschaft bremst mit einem Rückgang der realen Exporte um 1,7% (Juli/Aug. gegenüber Q2) ebenfalls die wirtschaftliche Entwicklung.

Nach dem Rückgang der Produktion des deutschen Verarbeitenden Gewerbes um 0,6% gegenüber dem Vorquartal im zweiten Quartal dürfte die Produktion im dritten Quartal erneut gesunken sein und sich erst im vierten Quartal stabilisieren. Daher haben wir unsere Prognose für die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes im Jahr 2023 von +1% auf Stagnation revidiert. Auf der Ebene der einzelnen Sektoren gibt es jedoch erhebliche Unterschiede. Die Automobilproduktion dürfte zweistellig zulegen und sich damit teilweise von dem niedrigen Produktionsniveau der Vorjahre erholen. Die Produktion in der Elektroindustrie wird 2023 voraussichtlich um 3% zunehmen. Der Maschinenbau könnte dagegen einen Rückgang von 1% verzeichnen. Die Auftragseingänge im Maschinen-



## Eine Double-Dip-Rezession

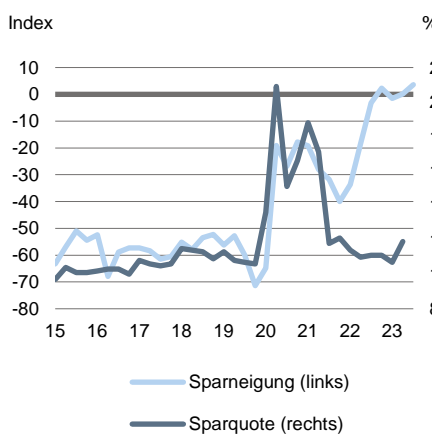
bau sind in den letzten Quartalen deutlich zurückgegangen. Die Inlandsproduktion der energieintensiven Industrien wird 2023 voraussichtlich erneut schrumpfen, wobei die chemische Industrie, die Papierindustrie und die Baustoffindustrie voraussichtlich zweistellige Rückgänge hinnehmen müssen. Da die Dynamik der Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe in den letzten Monaten insgesamt schwach war, erwarten wir für 2024 keine Erholung der Inlandsproduktion. Wir haben unsere Prognose auf -0,5% (von +0,5%) gesenkt.

### Privater Verbrauch: Mühsam nährt sich das Eichhörnchen

Die inflationsbedingte Schwäche des privaten Verbrauchs war der dominierende Faktor für die Rezession in Q4/Q1. Der negative Wachstumsbeitrag des privaten Verbrauchs betrug 0,7 Prozentpunkte. Auch in Q2 konnte der private Verbrauch noch keinen Beitrag zum BIP-Wachstum liefern. Eine Erholung des privaten Verbrauchs ist aber der Haupttreiber für die prognostizierte Konjunkturerholung. Unserer Ansicht nach dürfte der private Verbrauch erst im Laufe des Jahres 2024 die dafür notwendige Dynamik entfalten.

Sparquote und Sparneigung

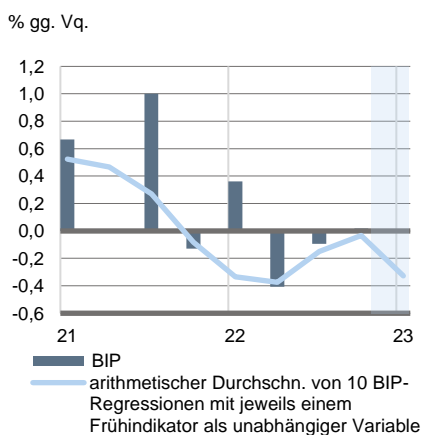
1



Quellen: GfK, Destatis

BIP-Wachstum und Frühindikatoren

2



Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo, S&P Global, HCOB, ZEW, Stabu, Deutsche Bank Research

Nach der Lohnrunde 2023, bei der es den Gewerkschaften gelang, zumindest einen teilweisen Ausgleich für die stark gestiegene Inflation auszuhandeln, lagen die Nominallöhne in den letzten Monaten bei jährlichen Raten von rund 5% im Jahresvergleich, wobei Basiseffekte für eine erhebliche Volatilität der monatlichen Zahlen sorgten. Trotz des starken Rückgangs der Inflationsrate im September auf 4,5% im Jahresvergleich (wobei das 9-Euro-Ticket und der Kraftstoffrabatt aus dem Vorjahresvergleich herausgefallen sind), lag die Inflation im dritten Quartal immer noch bei durchschnittlich 5,6%. Da die Erwerbstätigkeit insgesamt im dritten Quartal wahrscheinlich um 0,8% im Jahresvergleich gestiegen ist, dürfte das real verfügbare Einkommen im dritten Quartal positiv geworden sein, obwohl die Sozialtransfers weniger stark gestiegen sein dürften, nachdem sie im ersten Halbjahr um 7% im Jahresvergleich zugenommen hatten. Dennoch scheinen die Verbraucher noch nicht überzeugt zu sein. Die Erholung des Verbrauchervertrauens im 2. Quartal kam im 3. Quartal zum Stillstand, wobei die Einkommenserwartungen bei mageren -11,3 lagen und die Bereitschaft zum Sparen – wie bereits in Q2 – weiter anstieg. Dies deutet nicht auf eine starke Korrektur der Sparquote hin, die im zweiten Quartal auf 11,9% stieg (von 10,7% im ersten Quartal). Tatsächlich gingen die Einzelhandelsumsätze im Juli/Aug. gegenüber dem zweiten Quartal um 0,8% zurück. Da die Zahl der Arbeitslosen seit einiger Zeit monatlich um etwa 15.000 zunimmt und die Beschäftigungskomponente in den Unternehmensumfragen nachlässt, werden die Verbraucher in den kommenden Monaten wahrscheinlich vorsichtig bleiben.

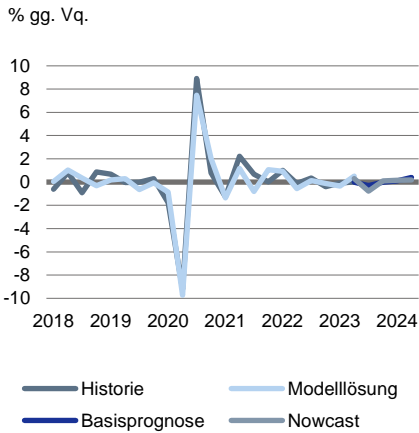
### BIP im 3. Quartal wahrscheinlich um 0,3% gesunken

Die zehn Indikatoren, die wir für unsere BIP-Prognosen für das laufende Quartal verwenden, haben sich alle im dritten Quartal abgeschwächt, wobei der wöchentliche Aktivitätsindex (WAI) der Bundesbank die einzige Ausnahme darstellt und sogar einen Anstieg des BIP im dritten Quartal um 0,3% gg. Vj. impliziert. Im Gegensatz dazu ergibt der ungewichtete Durchschnitt unserer zehn BIP-Regressionen (einschließlich des WAI) einen BIP-Rückgang von 0,3%, der mit unserer Prognose übereinstimmt und leicht unter dem Konsens (-0,1%) liegt.



## Eine Double-Dip-Rezession

Nowcast signalisiert Abwärtsrisiken für Q3, Winter 23/24 im Einklang mit Baseline **3**



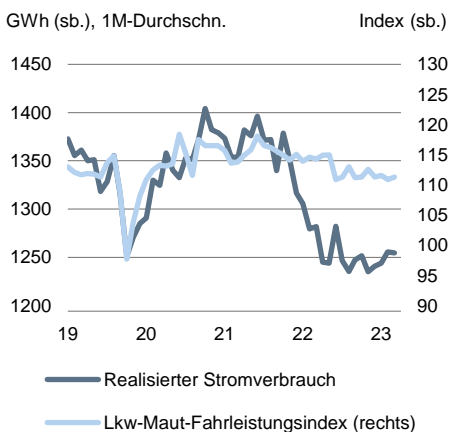
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

## Nowcast signalisiert Abwärtsrisiken für Q3

Zur Ergänzung unserer Brückengleichungsmodelle für die kurz- und mittelfristige BIP-Prognose verfolgen wir auch ein Nowcasting im engeren Sinne. Dieser Ansatz ermöglicht es, Informationen aus einem noch breiteren Spektrum von Daten höherer Frequenz in die Prognose des vierteljährlichen deutschen BIP einzubeziehen. Da diese monatlichen Daten – wir verwenden derzeit rund 40 Zeitreihen – zu unterschiedlichen Zeitpunkten veröffentlicht werden, ermöglicht das Nowcasting eine quasi kontinuierliche Aktualisierung der vierteljährlichen Prognose. Allerdings leidet ein solcher Ansatz schnell unter dem Fluch der Dimensionen. Daher verwenden wir, wie es weitgehend üblich ist, ein dynamisches Faktormodell, um die Informationen zu verdichten oder die Dimension des Datensatzes erheblich zu reduzieren.

Trotz aller Unsicherheiten liefert diese Methode zumindest nützliche Signale für Aufwärts- oder Abwärtsrisiken für unsere Basisprognose. Unter Berücksichtigung des bereits vollständigen Datensatzes für Q3 deutet unser Modell auf einen Rückgang des BIP um 0,8% gg. Vq. hin, was Abwärtsrisiken für unsere Basisprognose von -0,3% signalisiert. Die wahre Stärke des Nowcasting-Ansatzes zeigt sich jedoch in Quartalen mit noch unvollständigen Monatsdaten. Hier fließt die kleinteilige Veröffentlichungsreihenfolge der neuen Informationen in die Prognose ein. Auf der Grundlage der bisher verfügbaren Daten für Q4 – hauptsächlich Stimmungsindikatoren – ergibt unser Nowcast-Modell ein leichtes BIP-Wachstum von 0,1% im Q4, was unserer offiziellen Prognose entspricht. Für Q1 2024 liegt die Modellprognose (0,2% gg. Vq.) leicht über unserer offiziellen Prognose (0,1%).

Deutsche Echtzeitdaten deuten auf schwache Aktivität in Q3 hin **4**



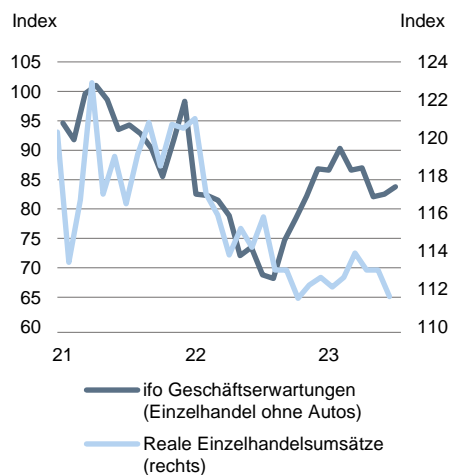
Quellen: Statistisches Bundesamt, Bundesnetzagentur, Deutsche Bank Research

## Q4 zurück zur Stagnation (vielleicht)

Die Details der Konjunkturumfragen geben wenig Anlass zu Optimismus für das vierte Quartal, da die zukunftsgerichteten Komponenten wie die Exporterwartungen (ifo), das Neugeschäft und die zukünftige Aktivität (PMI) zu den schwächsten Elementen der Umfragen gehören.

Die größte Hoffnung ist eine Verbesserung des privaten Konsums (siehe oben). Die GfK-Prognose für das Verbrauchervertrauen im Oktober zeigt jedoch einen weiteren Rückgang. Die Geschäftserwartungen des Einzelhandels (ifo) haben sich im August/September leicht nach oben verschoben, aber in den letzten zwölf Monaten wurden die steigenden Erwartungen nicht durch einen Anstieg der tatsächlichen Einzelhandelsumsätze bestätigt. Daher überwiegen wahrscheinlich die Abwärtsrisiken für unsere Prognose einer Stagnation des BIP im vierten Quartal, insbesondere wenn die jüngsten Angriffe auf Israel zu einer weitreichenderen politischen Destabilisierung im Nahen Osten führen.

Erwartungen der Einzelhändler & Umsätze **5**



Quellen: ifo, Destatis

## Schwieriges internationales Umfeld

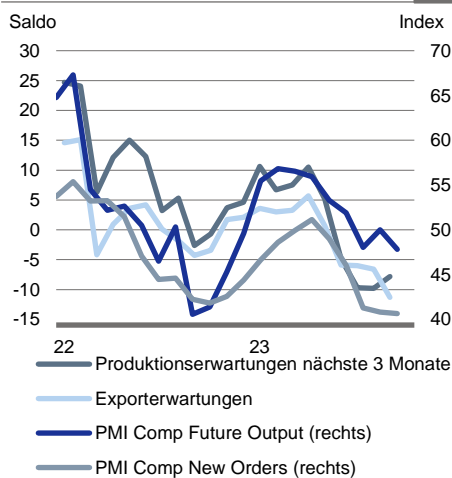
Die Reisetätigkeit während der Goldenen Woche in China deutet darauf hin, dass die Erholung bei den Verbraucherdienstleistungen auf Kurs ist. Dies stützt die Ansicht unserer Kollegen, dass die Wirtschaft die Talsohle durchschritten hat und sich im 4. Quartal etwas verbessern könnte (BIP-Prognose von 5,0% gg. Vorjahr nach 4,6% im 3. Quartal). Dennoch haben die chinesischen Einkaufsmanagerindizes – auch wenn sie sich stabilisieren – noch keine deutliche Verbesserung signalisiert, was wahrscheinlich auch auf die anhaltenden Schwierigkeiten im Immobiliensektor zurückzuführen ist. Unsere Kollegen gehen daher weiterhin davon aus, dass sich das jährliche BIP-Wachstum auf 4,7% im Jahr 2024 abschwächen wird, nach 5,1% im laufenden Jahr.



## Eine Double-Dip-Rezession

Verschiedene Umfrageindikatoren:  
Vorausschauende Komponenten

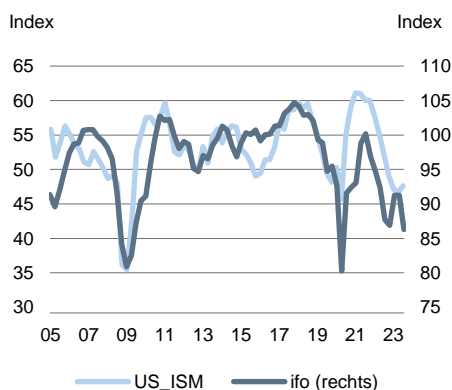
6



Quellen: ifo, S&P Global, HCOB

US- und deutscher Konjunkturzyklus:  
Hochgradig korreliert

7



Quellen: ifo, Deutsche Bank Research

Im Gegensatz dazu trotz die US-Wirtschaft weiterhin der Schwerkraft, die von dem Anstieg der Fed Funds mit 5,375% ausgeht. Der Arbeitsmarkt und der Konsum laufen nach wie vor gut, was unsere US-Kollegen dazu veranlasste, ihre BIP-Prognose für das dritte Quartal (erneut) auf 4,1% (gg. Vq., annualisierte Rate) anzuheben. Außerdem haben sie den Beginn der erwarteten Rezession von Q4 2023 auf Q1 2024 verschoben und gehen davon aus, dass sie das Wachstum in den ersten beiden Quartalen 2024 nur um etwa 1 Prozentpunkt schmälern wird. Infolgedessen wird nun erwartet, dass sich das jährliche BIP-Wachstum im Jahr 2024 „nur“ auf 0,6% verlangsamen wird, während zuvor ein Wachstum von 0% vorhergesagt wurde.

### Geringere Rezessionserwartung in den USA reicht nicht aus, um eine Aufwärtskorrektur der deutschen BIP-Prognose auszulösen

Unter den größeren EWU-Volkswirtschaften weist Deutschland die bei Weitem höchste Korrelation mit der US-Wirtschaft auf. Als Faustregel gilt, dass 1 Prozentpunkt höheres US-Wachstum nach 4 Quartalen etwa ½% höheres deutsches Wachstum bedeutet. Obwohl die neue US-Prognose eine deutliche Verbesserung gegenüber unserer vorherigen Prognose darstellt, erwarten wir immer noch, dass die US-Wirtschaft in eine Rezession eintreten wird. Wenn sie wie vorhergesagt im ersten Quartal 2024 beginnt, dürfte sie zunächst für erhebliche Unsicherheit über Ausmaß und Dauer sorgen und das Vertrauen belasten, zumal die historischen Zusammenhänge anscheinend weniger zuverlässig geworden sind. Angesichts des derzeit stärkeren US-Wachstums und der klaren Absicht der Fed, die Zinssätze länger hoch zu halten, haben wir auch unseren Fed-Call angepasst und erwarten nun geringere Zinssenkungen als zuvor (175 Bp. gegenüber 275 Bp.), die wohl nicht vor Juli starten werden. Dies veranlasste unsere FX-Strategen, ihre EUR/USD-Prognose leicht zu senken, und zwar auf 1,07 bis Ende 23 (von 1,10) und eine Aufwertung auf 1,20 (von 1,25) bis Ende 2024. Dennoch deuten die historischen Elastizitäten darauf hin, dass beide Prognoseänderungen wahrscheinlich zu gering sind, um die deutsche BIP-Prognose spürbar zu beeinflussen. In Anbetracht der schlechteren aktuellen Einschätzung sind wir nicht davon überzeugt, dass dies eine Aufwärtskorrektur unserer deutschen BIP-Prognose von -0,5% für dieses und +0,3% für nächstes Jahr rechtfertigt, sondern betrachten die US-Korrektur eher als ein bescheidenes Aufwärtsrisiko für unsere Prognose für 2024.

## Double-Dip-Rezession

Nach der technischen Rezession dürfte Deutschland gerade eine Double-Dip-Rezession erleben. Zwar wird der Gesamtrückgang höchstwahrscheinlich weniger als 1 Prozentpunkt betragen. Aber der erneute Rückschlag würde den gegenwärtigen Konjunkturpessimismus und die allgemeine Sorge um die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft noch verstärken.

Darüber hinaus erwarten wir keine weiteren Wachstumsimpulse von der Finanzpolitik, die 2024 restriktiv zu werden scheint. Vor diesem Hintergrund erwarten wir einen Rückgang des strukturellen Primärdefizits auf 0,1% des BIP (von 0,5% für 2023). Höhere Zinszahlungen und eine Ausweitung des konjunkturellen Defizits bedeuten jedoch, dass das Gesamtdefizit im Jahr 2024 weitgehend unverändert bei 2,1% des BIP liegen könnte.

Die jüngsten Verluste der Berliner Koalitionspartner bei den Landtagswahlen in Hessen und Bayern sind ein weiterer Hinweis auf die weit verbreitete Unzufriedenheit im Land. Der ehemalige deutsche Wirtschaftsminister Ludwig Erhard sagte einmal, dass 50% des Konjunkturzyklus von der Psychologie bestimmt werden. In Kombination mit den Verfügbarkeits- und Bestätigungsfehlern, die in



## Eine Double-Dip-Rezession

---

der Verhaltensökonomie eine wichtige Rolle spielen, wird diese negative Rückkopplungsschleife, die die Stimmung drückt, jede Erholung im Jahr 2024 zu einem schwierigen Unterfangen machen.

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

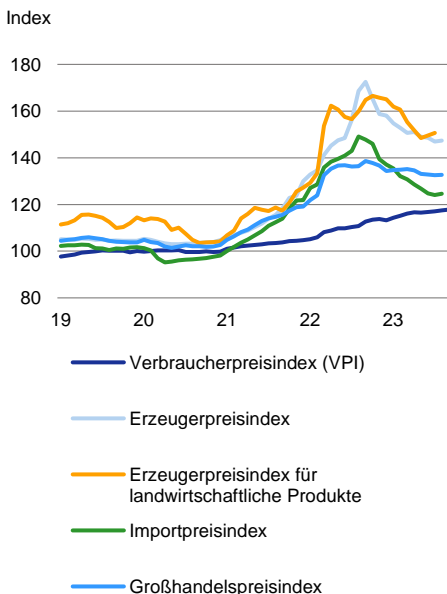


## VPI: (Kern-) Inflation dürfte sinken, aber geopolitische Ereignisse bergen Aufwärtsrisiken

- Im September ging die deutsche VPI-Rate deutlich zurück, auf „nur“ 4,5% (von 6,1%). Dies war der niedrigste Stand seit Februar 2022, als Russland seinen Angriffskrieg gegen die Ukraine begann. Trotzdem ist die Inflationsgefahr noch nicht gebannt. Der Weg zu dauerhaft niedrigeren Inflationsraten in der Größenordnung von 2% könnte schwieriger werden und der Prozess der Inflationsnormalisierung könnte eine ganze Weile dauern.
- Obwohl wir davon ausgehen, dass die Gesamtinflationsrate weiter sinken wird, stellen der jüngste starke Anstieg der Rohölpreise und die aktuellen geopolitischen Ereignisse erhebliche Aufwärtsrisiken dar. Darüber hinaus könnte die hartnäckig hohe Dienstleistungspreis-inflation den Weg zu „normaleren“ Inflationsraten verlangsamen/begrenzen.
- Nach der Abwärtsüberraschung im September erwarten wir nunmehr, dass die Kerninflation bis zum Jahresende auf etwa 4% fallen könnte. In Anbetracht des jüngsten Ölpreisanstiegs – und der vorübergehenden (inflationserhöhenden) Basiseffekte, die sich aus der einmaligen staatlichen Übernahme der Abschlagszahlungen für Gas und Fernwärme im Dezember 2022 ergeben – gehen wir jedoch davon aus, dass die Gesamtinflation im Dezember bei etwa 4,3% liegen wird. Auch dank großer Basiseffekte bei Haushaltsenergie und Lebensmitteln könnte die Gesamtinflation bis Dezember 2024 in Richtung 2% fallen, während die Kerninflation auf etwa 3% sinken könnte.
- Zur Überprüfung unserer Einschätzung projizieren wir die Entwicklung der vierteljährlichen VPI-Kerninflation anhand von mehreren ökonometrischen Modellen. Im Einklang mit unseren Erwartungen deuten die Modellergebnisse darauf hin, dass die Kerninflation tatsächlich bis Ende 2024 spürbar zurückgehen könnte – vielleicht sogar stärker als wir derzeit annehmen. Dennoch ist die Bandbreite der Modellprojektionen bis zum 4. Quartal 2024 relativ groß.

Die Preise auf den vorgelagerten Stufen sind zurückgegangen

1

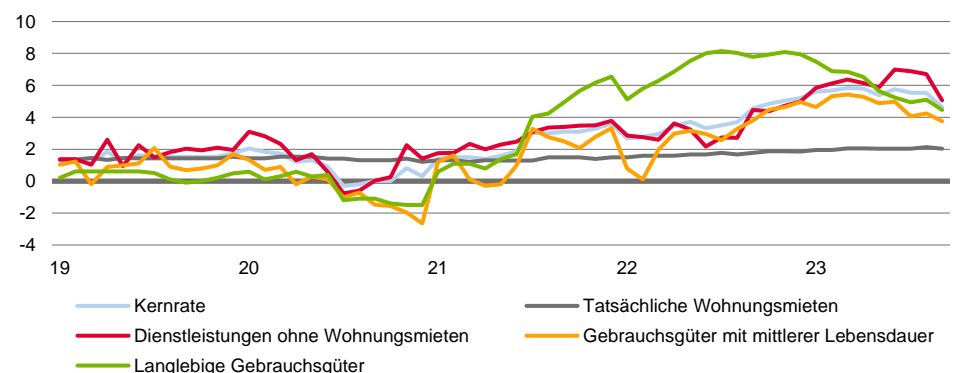


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die Kerninflation gab im September stärker als erwartet nach

2

Kernrate und deren Unterkomponenten (gemäß nationalem Verbraucherpreisindex), % gg. Vj.



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

## Inflation ist im September dank großer Basiseffekte auf „nur“ noch 4,5% gesunken

Im September ging die deutsche VPI-Rate (gemäß des Verbraucherpreisindex; nationale Definition) im Jahresvergleich deutlich auf „nur“ 4,5% (von 6,1%) zu-

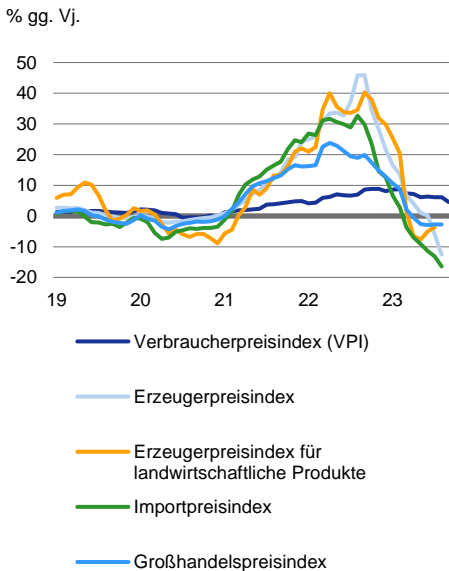




## Eine Double-Dip-Rezession

Im Vorjahresvergleich fallen derzeit die Preise auf den vorgelagerten Stufen

3



rück. Dies war der niedrigste Stand seit Februar 2022, als Russland seinen Angriffskrieg gegen die Ukraine begann. Dennoch kam der starke Rückgang im September nicht überraschend, da er aufgrund des Auslaufens von zwei großen Basiseffekten – die im Zusammenhang mit dem Tankrabbatt und dem 9-Euro-Ticket aus dem Sommer 2022 standen (geschätzter Senkungseffekt von bis zu ¾ Prozentpunkten) – allgemein erwartet wurde. Ermutigend ist jedoch, dass die Kerninflation stärker als erwartet auf jetzt „nur“ noch 4,6% zurückging (DB-Erwartung: 4,8%), was daran gelegen hatte, dass sich der Preisanstieg gegenüber dem Vormonat auf nur +0,18% (saisonbereinigt) verlangsamte (verglichen mit einer durchschnittlichen monatlichen Preissteigerungsrate von noch +0,36% zwischen Januar und August).

### Desinflationäre Kräfte bei den Kerngütern nehmen an Fahrt auf

Die Abwärtsüberraschung bei der monatlichen Kerninflationsdynamik war jedoch ausschließlich das Ergebnis von rückläufigen Kerngüterpreisen (Waren ohne Energie und Nahrungsmittel) (-0,17% gg. Vm.) (z. Vgl. Durchschnitt zwischen Januar und August: +0,4% gg. Vm.). Dennoch deutet die ausgeprägte Abkühlung bei den Kerngüterpreisen darauf hin, dass die auf den Vorstufen wirkenden desinflationären Kräfte schon bald auch in größerem Maße bei den Verbrauchern ankommen dürften. In diesem Zusammenhang sei darauf hingewiesen, dass die deutschen Erzeuger- und Einfuhrpreisindizes bereits um 14,6% bzw. 16,4% gegenüber ihren Höchstständen gefallen sind. Außerdem lag der Saldo der Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe, die in den nächsten drei Monaten höherer Verkaufspreise erwarten, laut einer Umfrage des ifo-Instituts im September bei nur noch 4,6% (im Vergleich zu mehr als 70% im April 2022).

Anders sieht es hingegen bei den Dienstleistungspreisen aus. Dort fiel der monatliche Preisauftrieb auch im September kräftig aus. Während die Dienstleistungspreise insgesamt um +0,27% gg. Vm. (saisonbereinigt) kletterten, stiegen die Preise für die Kerndienstleistungen – die Dienstleistungen ohne die gewichtigen Wohnungsmieten – sogar mit einer noch höheren Rate an (+0,44% gg. Vm.). Zum Vergleich: Im Vorkrisen-Durchschnitt (2016-19) lag der monatliche Preisauftrieb jeweils bei lediglich +0,12%. Angesichts des hohen zugrunde liegenden Lohndrucks zeigen auch die Verkaufspreiserwartungen im Dienstleistungssektor weiterhin nach oben: Per Saldo will noch immer jedes vierte Dienstleistungsunternehmen die Verkaufspreise in den kommenden Monaten anheben.

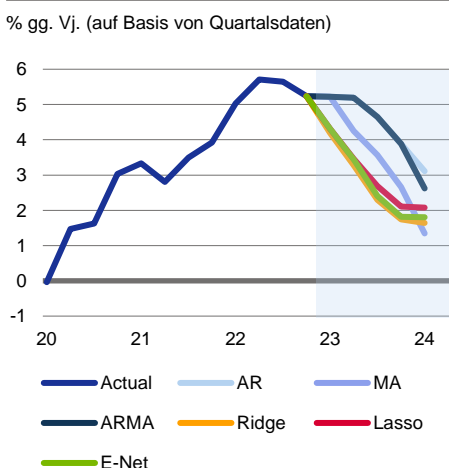
Unserer Einschätzung nach dürfte der nunmehr vor uns liegende Weg zu einer dauerhaft niedrigeren Inflation in der Größenordnung von 2% schwieriger werden. Ebenso könnte der Inflationsnormalisierungsprozess eine ganze Weile dauern. Obwohl wir davon ausgehen, dass die Gesamtinflationsrate im restlichen Jahresverlauf 2023 sowie im Jahr 2024 weiter sinken wird (Stichworte: Auslaufen des Energiepreisschocks, Beruhigung bei der Lebensmittelpreisdynamik, Entspannung bei den Angebotsengpässen, Rückgang des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen), stellen der jüngste starke Anstieg der Rohölpreise und die aktuellen geopolitischen Ereignisse erhebliche Aufwärtsrisiken dar. Darüber hinaus könnte die hartnäckig hohe – und relativ lohnabhängige – Dienstleistungspreis-inflation den von uns projizierten Abwärtspfad zu „normaleren“ Inflationsraten verlangsamen/begrenzen.

### Was legen unsere Modelle mit Blick auf die künftige (Kern-)Inflationseentwicklung nahe?

Zur Überprüfung unserer Einschätzung projizieren wir die Entwicklung der vierteljährlichen VPI-Kerninflationsrate anhand von mehreren ökonomischen Modellen bis zum Jahresende 2024. Dabei verwenden wir auf der einen Seite univariate Zeitreihenmodelle – wie AR- (autoregressive), MA- (gleitender Durchschnitt) und ARMA-Modelle (autoregressiver gleitender Durchschnitt) – und „Machine-Learning“-Modelle (Ridge-, Lasso- und Elastic-Net-Regressionen) auf

Unsere ökonometrischen Modelle deuten auf einen spürbaren Rückgang der Kerninflation bis Ende 2024 hin

4



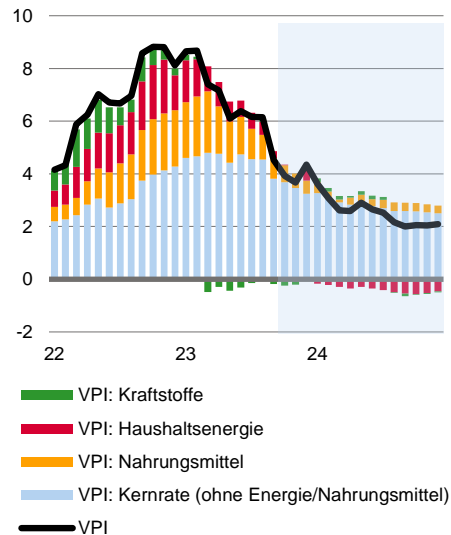


## Eine Double-Dip-Rezession

### Haushaltsenergie könnte die Gesamtinflation (VPI) 2024 dämpfen

5

% gg. Vj. bzw. Wachstumsbeiträge in Pp.

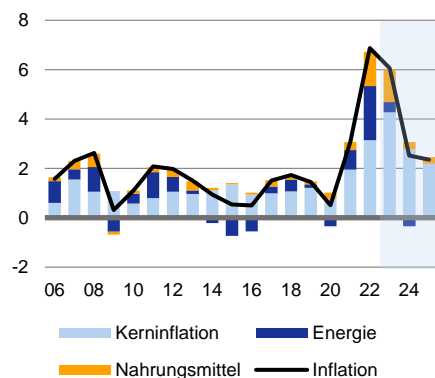


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Die VPI-Inflationsrate dürfte 2023/24 spürbar sinken

6

% gg. Vj. bzw. Wachstumsbeiträge in Pp.



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

der anderen Seite. Während die erste Modellklasse nur historische Informationen zu unserer Zielvariablen (also der Kerninflation) verwendet, nutzt die zweite Gruppe von „Machine-Learning“-Modellen explizit erklärende Variablen, um den zukünftigen Verlauf der Kerninflation zu projizieren. Zu den erklärenden Variablen, die wir auf der Grundlage wirtschaftstheoretischer Erwägungen in Betracht ziehen, gehören u.a. a) Energie-/Nicht-Energie-Rohstoffpreisindikatoren, b) Erzeuger-, Import- und Großhandelspreisindizes, c) Lohn- und Arbeitsmarktvariablen, d) Daten zu den Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen (ifo-Umfrage), e) Faktoren, die die Industrieproduktion begrenzen (Daten der EU-KOM-Industrienumfrage), und f) Staatsanleiherenditen (10-jährige Bundesanleihen) und Geldmengenaggregate (M1 und M3 für die Eurozone). Die gesamten Modellberechnungen fußen auf einem gleitenden 10-Jahres-Datenfenster und einer standardisierten Lag-Struktur von drei Quartalen.

Im Einklang mit unseren Erwartungen legen die ökonometrischen Modellergebnisse nahe, dass die Kerninflation tatsächlich bis Ende 2024 spürbar zurückgehen könnte. Allerdings ist die Bandbreite der Modellprognosen recht groß: Während die „Machine-Learning“-Modelle auf eine Kerninflation im vierten Quartal 2024 zwischen 1,6% und 2,1% hindeuten (Preisveränderung im Vorjahresvergleich), gibt es bei den univariaten Zeitreihenmodellen eine Prognose-Spanne zwischen 1,3% und 3,1%. Insgesamt deuten die Ergebnisse darauf hin, dass die Kerninflation bis Ende 2024 spürbar zurückgehen könnte – möglicherweise sogar stärker, als wir derzeit annehmen. Wir möchten jedoch betonen, dass unsere ökonometrischen Modelle lediglich auf historischen Daten beruhen. Dies bedeutet, dass zum Beispiel der starke Lohnanstieg, den wir für den Rest des Jahres 2023 und das gesamte Jahr 2024 erwarten, nicht explizit in unseren Modellprojektionen abgegriffen wird. Dies könnte dazu führen, dass die Persistenz der lohnabhängigen Dienstleistungspreisinflation in unseren Modellen möglicherweise unterschätzt wird.

### Schlussfolgerung

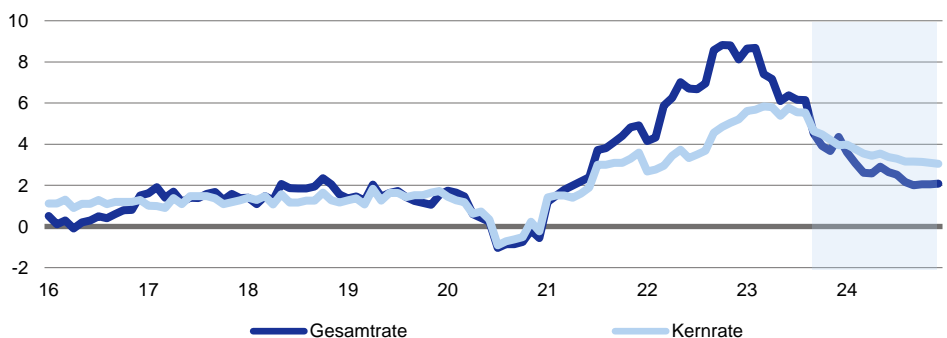
Nach der Abwärtsüberraschung im September – die ausschließlich eine Folge fallender Kerngüterpreise war – erwarten wir nunmehr, dass die Kerninflation bis zum Jahresende auf etwa 4% fallen könnte. In Anbetracht des jüngsten Ölpreisanstiegs – und der vorübergehenden (inflationserhöhenden) Basiseffekte, die sich aus der einmaligen staatlichen Übernahme der Abschlagszahlungen für Gas und Fernwärme im Dezember 2022 ergeben –, gehen wir jedoch davon aus, dass die Gesamtinflation im Dezember bei etwa 4,3% liegen wird.

Auch dank großer Basiseffekte bei Haushaltsenergie und Lebensmitteln könnte die Gesamtinflation bis Dezember 2024 in Richtung 2% fallen. Gleichzeitig könnte sich die Kerninflation auf ein Niveau von rund 3% abschwächen. Im Jahresdurchschnitt dürfte die Gesamtinflation im Jahr 2023 auf 6,1%, im Jahr

### Die Kerninflation könnte sich als recht hartnäckig erweisen

7

Verbraucherpreisindex (VPI), % gg. Vj.



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research



## Eine Double-Dip-Rezession

---

2024 auf 2,5% und im Jahr 2025 auf 2,4% sinken. Gleichzeitig dürfte die Kerninflation durchschnittlich 5,2% (2023), 3,4% (2024) bzw. 2,7% (2025) betragen.

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

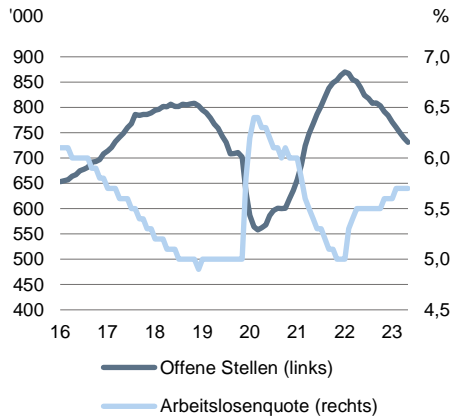
Wir danken Niklas Humann für seinen umfassenden Beitrag bei der Erstellung unserer ökonometrischen Inflationsprognosemodelle.



## Eine Double-Dip-Rezession

### Schwache Konjunktur hinterlässt Spuren am deutschen Arbeitsmarkt

1



## Schwache Konjunktur kommt im Arbeitsmarkt an, 2023er Lohnrunde läuft noch

- Der Beschäftigungsaufwuchs könnte vorerst ein Plateau erreicht haben. Arbeitsmarktfrühindikatoren signalisieren einen Anstieg der Arbeitslosigkeit in den kommenden Monaten. Auch wenn die Quartalswachstumsraten des BIP in 2024 wahrscheinlich über der Potenzialrate liegen werden, dürfte die jahresdurchschnittliche Arbeitslosenquote bei 5,6% verharren.
- Update Lohnrunde 2023. Demnächst stehen die Tarifverhandlungen im Öffentlichen Dienst der Länder (o. Hessen) an. Im Groß- und Außenhandel sowie Einzelhandel konnte immer noch keine Einigung erzielt werden.

Trotz des strukturellen Fachkräftemangels sind die Folgen der lahrenden Gesamtwirtschaft nun schon seit einigen Monaten auch am deutschen Arbeitsmarkt (zyklisch nachlaufender Indikator) sichtbar. Aufgrund der bisherigen Arbeitsmarktentwicklung erwarten wir in 2023 eine jahresdurchschnittliche Arbeitslosenquote von 5,6% (2022: 5,3%). Infolge des Basiseffekts und eines voraussichtlich nur recht schwachen Wirtschaftswachstums im Jahr 2024 dürfte sie auch im nächsten Jahr auf diesem Niveau verharren.

### Arbeitsmarktfrühindikatoren

2



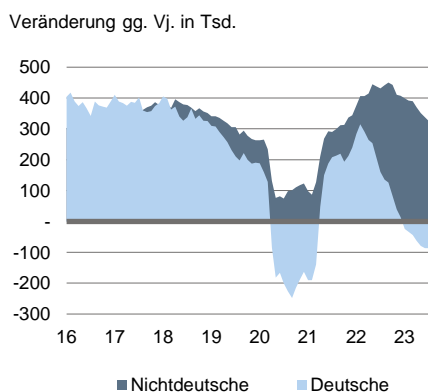
Der prozyklische Rückgang der Arbeitsproduktivität in H1 deutet auf ein verbreitetes Horten von Arbeitskräften hin, ähnlich wie in früheren Perioden schwachen BIP-Wachstums. Daher würden selbst die von uns für das Jahr 2024 erwarteten, über der Potenzialrate liegenden, Quartalswachstumsraten des BIP wahrscheinlich nicht zu einem Rückgang der Arbeitslosenquote führen.

Unabhängig vom Sondereffekt der Registrierung ukrainischer Flüchtlinge ist die saisonbereinigte (sb.) Arbeitslosenzahl von Februar bis September um rund 103.000 Personen angestiegen (128.000 insgesamt). Die entsprechende Arbeitslosenquote stagniert seit Juni bei 5,7% (ILO Aug: 3%).

Auch die Zahl der bei den Arbeitsagenturen gemeldeten offenen Stellen hat seit Jahresbeginn kontinuierlich abgenommen, auf zuletzt 731.000 im September (Jahresverlauf: -78.000). Für die kommenden Monate lassen die Arbeitsmarktfrühindikatoren von IAB und ifo-Institut noch weitere Zuwächse der Arbeitslosigkeit um monatlich etwa 10.000 Personen (sb.) erwarten.

### Aufbau sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung nach Staatsangehörigkeit

3



Von einer Herbstbelebung ist bislang wenig zu spüren. Zwar ist die unbereinigte Arbeitslosenzahl im September – wie saisonal üblich – gesunken (-69.000 gg. Vj.), aber weniger kräftig als im Durchschnitt der drei Jahre vor der Corona-Pandemie (-92.000). Spiegelbildlich dürften auch die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung (Jul (sb.): 34,79 Mio.) wie auch die Erwerbstätigkeit insgesamt (Aug: 45,98 Mio.) zunächst mehr oder weniger auf ihren aktuellen Höchstständen verharren.

Bemerkenswert ist, dass die Entwicklung der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung seit Anfang 2023 im Vergleich zum Vorjahr bisher nur von Personen mit ausländischer Staatsangehörigkeit getragen wird (Jul: +325.468 vs. Deutsche: -86.267).

## Lohnverhandlungen dürften angespannt bleiben

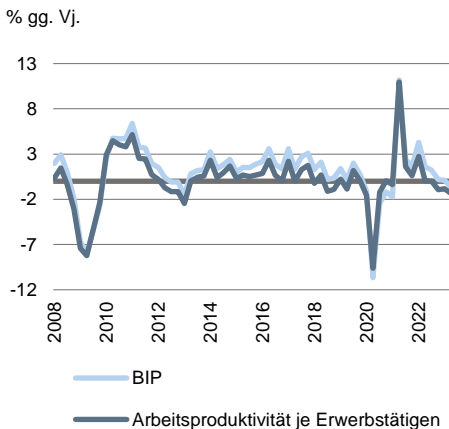
Die Entwicklung der deutschen Löhne in den Jahren 2023 und 2024 wird stark durch die Abfolge von kräftigen steuer- und abgabenfreien Inflationsausgleichszahlungen (max. 3.000 EUR in Summe 2023/24) und später einsetzenden dauerhaft wirksamen prozentualen Lohnerhöhungen beeinflusst.



## Eine Double-Dip-Rezession

Reales BIP und Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen

4



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Zum Teil stark verzögerte Tarifabschlüsse in großen Beschäftigtengruppen werden sich ebenfalls auf die aggregierte Lohnentwicklung auswirken. Die Verhandlungen im Groß-, Außen- und Einzelhandel (insgesamt 3,8 Mio. Beschäftigte) ziehen sich seit dem ersten Halbjahr hin und gehen nun im vierten Quartal teilweise in die sechste Runde.

Infolge der Inflationsausgleichsprämien, die auch außerhalb der regulären Tarifverträge gezahlt werden, könnten die Effektivlöhne im Jahr 2023 um gut 5,5% steigen, die Tariflöhne dagegen nur um 4,5%. Im Jahr 2024 dürfte sich dies umkehren: Die Tariflöhne dürften um rund 5,5% zulegen, während die Effektivlöhne um knapp 5% steigen könnten.

Der Abschluss auf Bundesebene beinhaltet einen steuer- und abgabenfreien Inflationsausgleich in Höhe von EUR 3.000 (brutto = netto). Die Zahlung begann im Juni 2023 mit einem Betrag von EUR 1.240. In den Monaten Juli bis einschließlich Februar 2024 folgen monatliche Zahlungen von jeweils EUR 220. Ab März 2024 werden die Einkommen der Angestellten dauerhaft um einen tabellewirksamen Sockelbetrag von EUR 200 angehoben und steigen dann um 5,5%. Die Laufzeit beträgt 24 Monate, bis zum 31. Dezember 2024.

Tarifverhandlungen in ausgewählten\* Branchen

5

Tarfbereich	Kündigungstermin	Beschäftigte
Einzelhandel	laufend	2.623.200
Groß- und Außenhandel	laufend	1.175.000
Öffentlicher Dienst der Länder (o. Hessen)	Beginn 26. Okt. 2023	939.000
Holz- und Kunststoffverarbeitende Industrie	30. Nov. 23	178.900
Druckindustrie	29. Feb. 24	124.800
Bauhauptgewerbe	31. Mrz. 24	633.100
Hotel- und Gaststättengewerbe (Bayern)	31. Mrz. 24	142.300
Zeitarbeit (BAP, iGZ)	31. Mrz. 24	735.000
Chemische Industrie	30. Jun. 24	578.500
Metall- und Elektroindustrie	30. Sep. 24	3.639.000
Volkswagen AG	30. Nov. 24	100.100
Gebäudereinigerhandwerk	31. Dez. 24	487.100
Öffentlicher Dienst (Bund und Gemeinden)	31. Dez. 24	2.385.200
Deutsche Post AG	31. Dez. 24	160.000
Versicherungsgewerbe	31. Mrz. 25	169.900
Deutsche Bahn AG	31. Mrz. 25	180.000
*Verhandlungen für mehr als 100.000 tariflich gebundene Beschäftigte, Termine 2024 und 2025 vorläufig		

Quellen: WSI-Tarifarchiv, Deutsche Bank Research

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



## Eine Double-Dip-Rezession

Rohstoffpreise im langfristigen Vergleich auf hohem Niveau

1

HWWI-Rohstoffpreisindex für die Eurozone (Euro-Basis), 2000=100

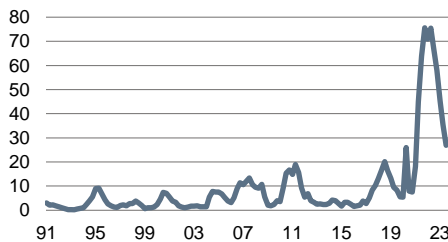


Quelle: HWWI

Entspannung bei Materialknappheit dürfte sich fortsetzen

2

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



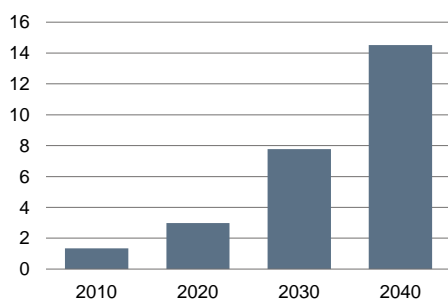
\* Quartalswerte. Q3 2023 = Juli-August

Quelle: ifo

Stetiger Ausbau von erneuerbaren Energien

3

Installierte Kapazität an erneuerbaren Energien im globalen Stromsektor\*, Terawatt



\* Announced Pledges Scenario 2022

Quelle: IEA

## Strukturelle Angebotsengpässe dämpfen Wachstumspotenzial und behindern Energiewende

Dies ist eine Kurzfassung unseres [Deutschland-Monitor: Strukturelle Angebotsengpässe: Hemmschuh für Wachstum und Energiewende](#), veröffentlicht am 18. September 2023.

- Die globalen industriellen Wertschöpfungsketten werden seit einigen Jahren durch externe Schocks gestört, die zu Versorgungsengpässen und höheren Preisen für Rohstoffe, Zwischen- und Fertigprodukte führen. Diese Ungleichgewichte haben sich in den letzten Monaten zwar allmählich abgeschwächt, was auf die wirtschaftliche Abkühlung in vielen Ländern und eine Stabilisierung der Transport- und Logistikdienstleistungen sowie der Lieferketten insgesamt zurückzuführen ist.
- Dennoch könnten Megatrends wie Dekarbonisierung, Digitalisierung und Demografie sowie Anzeichen einer Deglobalisierung in den 2020er Jahren und darüber hinaus zu strukturellen Angebotsengpässen führen. Diese dürften dazu beitragen, dass das Potenzialwachstum in Deutschland in den kommenden Jahren näher an der 0,5%-Marke als an der 1%-Marke und die Inflationsrate eher über als unter dem 2%-Ziel liegen wird.
- Externe Schocks wie die Corona-Pandemie oder der Krieg in der Ukraine haben in den letzten Jahren zu Unterbrechungen der Lieferketten und zu Materialengpässen in historischem Ausmaß geführt. Die Schocks waren weltweit und in vielen Sektoren gleichzeitig zu spüren und sind bis heute nicht vollständig abgeklungen. Während die negativen Auswirkungen dieser Schocks auf die Lieferketten allmählich nachlassen, könnten die Megatrends Dekarbonisierung (Klimaschutz), Digitalisierung und Demografie sowie Trends zur Deglobalisierung in den 2020er Jahren (und darüber hinaus) zu strukturellen Angebotsengpässen führen. Sie werden wahrscheinlich mit relativen Wachstumseinbußen und höheren Preisen einhergehen.

## Megatrends werden wahrscheinlich zu strukturellen Angebotsengpässen führen

**Dekarbonisierung:** Um den Klimawandel einzudämmen, verfolgen viele Industrieländer das Ziel, bis zur Mitte dieses Jahrhunderts aus der Nutzung fossiler Brennstoffe auszusteigen. Diese Entwicklung soll durch verschiedene klima- und energiepolitische Instrumente erreicht werden. Dazu gehören die Bepreisung von CO<sub>2</sub> (über Steuern oder den Emissionshandel) oder das Ordnungsrecht (z.B. Verbote bestimmter Technologien, Gebote, Quoten). Eine solche Politik dürfte – unter sonst gleichen Bedingungen – zu einer Verringerung des Energieangebots und zu höheren Preisen für fossile Energieträger führen. Da private Haushalte und Unternehmen in vielen Fällen nicht kurzfristig von fossilen Energieträgern auf CO<sub>2</sub>-ärmere oder CO<sub>2</sub>-freie Technologien umsteigen können, werden sie für eine Übergangszeit höhere Energiekosten tragen oder weniger Energie verbrauchen müssen. Zugleich investieren nicht nur die Industrieländer, sondern auch die Entwicklungs- und Schwellenländer verstärkt in den Ausbau der erneuerbaren Energien und anderer klimafreundlicher Technologien. In der Folge wird die weltweite Nachfrage nach metallischen und anderen Rohstoffen steigen, die für solche klimafreundlichen Technologien benötigt werden. Die höhere Nachfrage dürfte dabei kurz- bis mittelfristig oft auf ein eher starres Angebot treffen, da die Erschließung neuer Minen Zeit braucht und viele ertragreiche Rohstoffvorkommen bereits erschlossen sind. Darüber hinaus dürften strengere ESG-Anforderungen (Arbeitsschutzmaßnahmen, Energiever-



## Eine Double-Dip-Rezession

brauch, Umweltschutz usw.) zu höheren Kosten führen. Ein weiteres Risiko besteht darin, dass die Vorkommen solcher Rohstoffe oder Industrieanlagen zur Weiterverarbeitung von Erzen oft regional konzentriert sind. China ist weltweit führend in der ersten Verarbeitungsstufe von Metallen.

**Digitalisierung:** Die Digitalisierung ist der zweite technologische Megatrend unserer Zeit. Die meisten Länder der Welt wollen die Leistungsfähigkeit ihrer digitalen Infrastruktur ausbauen. Privathaushalte fragen mehr digitale Dienste nach, von Streaming über digitales Arbeiten von zu Hause bis hin zu Smart Homes. Unternehmen nutzen Online-Konferenzen und entwickeln ständig neue digitale Technologien für private Endkunden oder kommerzielle Anwendungen. Dies erfordert fortlaufende Investitionen in die notwendige Hardware (Rechenzentren, Netzwerke, Router usw.). Die steigende Nachfrage nach mobilen Endgeräten geht einher mit einem erhöhten Bedarf an Batterierohstoffen.

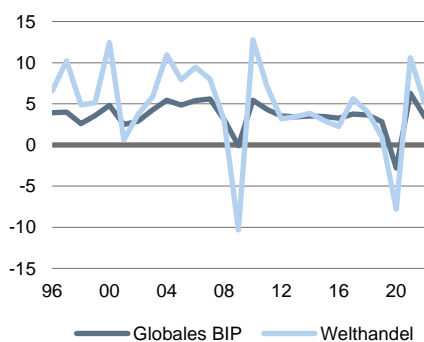
**Demografie:** Die demografische Entwicklung wird in vielen Ländern wahrscheinlich zu einem Mangel an Arbeitskräften führen. Das Statistische Bundesamt hat in seiner 15. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung von Ende 2022 errechnet, dass bis 2035 rd. 4 Mio. Menschen mehr in Deutschland leben werden, die 67 Jahre oder älter sind. Gleichzeitig wird die Zahl der Menschen im erwerbsfähigen Alter bis dahin je nach Nettozuwanderung um 1,6 bis 4,8 Mio. schrumpfen. Das sinkende Erwerbspersonenpotenzial bedeutet eine große Herausforderung für den Arbeitsmarkt, die nicht allein durch mehr Automatisierung, den Einsatz von künstlicher Intelligenz oder eine höhere Erwerbsbeteiligung zu bewältigen sein wird. Der Fachkräftemangel wird in vielen Branchen zunehmen. Auch andere EU-Länder sehen sich mit einer schrumpfenden Erwerbsbevölkerung konfrontiert. Zudem werden sich in China in den kommenden Jahren die demografischen Strukturen verschieben. Die Zahl der Menschen im erwerbsfähigen Alter nimmt dort bereits seit einigen Jahren ab. Die langjährige Ein-Kind-Politik Chinas wird noch einige Zeit ihre Spuren auf dem Arbeitsmarkt hinterlassen. UN-Prognosen zufolge könnte die Zahl der Menschen im Alter von 65 Jahren und mehr in China bis 2035 um mehr als 130 Mio. steigen (im Vergleich zu 2020). Gleichzeitig könnte die Zahl der Menschen im Alter zwischen 15 und 64 Jahren um mehr als 50 Mio. sinken.

**Deglobalisierung:** Das letzte Jahrzehnt war geprägt von geringen Fortschritten beim globalen Freihandel auf WTO-Ebene, von politischen Ansätzen nach dem Motto „My Nation First“, vom Brexit und von einer Zunahme bilateraler Handelskonflikte. Dies wirkte sich auf den Welthandel und damit auf die Globalisierung aus. Während die durchschnittliche Wachstumsrate des Welthandels von 1990 bis 2011 mehr als doppelt so hoch war wie jene des globalen BIP (6,5% gegenüber 2,9% laut IWF-Daten), liegt die durchschnittliche Wachstumsrate des Welthandels seit 2012 bei 2,8% und damit nur knapp über dem Wachstum des globalen BIP (+2,5%). Für eine exportorientierte und offene Volkswirtschaft wie Deutschland sind Zeiten einer Deglobalisierung besonders herausfordernd.

Welt-BIP und Welthandel wachsen seit 2012 ähnlich stark

4

Real, % gg. Vj.



Quelle: IWF

### Mineralien und Metalle für saubere Energie: Die Nachfrage wird wahrscheinlich schneller wachsen als das Angebot

Im Folgenden werden einige Metalle näher betrachtet, bei denen mit Angebotsengpässen zu rechnen ist.

**Kupfer:** Die Energiewende und die Transformation des Verkehrssektors sowie die Digitalisierung werden die Nachfrage nach Kupfer in den kommenden Jahren ankurbeln. Die Internationale Energieagentur (IEA) gibt an, dass für ein Elektroauto mehr als doppelt so viel Kupfer benötigt wird wie für ein konventionelles Fahrzeug. Auch Windturbinen oder Fotovoltaik benötigen pro Megawattstunde installierter Leistung ein Vielfaches an Kupfer im Vergleich zu Kohle- oder Gaskraftwerken. Die IEA rechnet damit, dass sich die Lücke zwischen der



## Eine Double-Dip-Rezession

Legende ISO Codes

5

Land	Country	ISO
Argentinien	Argentina	AR
Australien	Australia	AU
Brasilien	Brazil	BR
Kanada	Canada	CA
DR Kongo	Congo	CD
Chile	Chile	CL
China	China	CN
Indonesien	Indonesia	ID
Indien	India	IN
Madagaskar	Madagascar	MG
Mosambik	Mozambique	MZ
Neukaledonien	New Caledonia	NC
Norwegen	Norway	NO
Peru	Peru	PE
Philippinen	Philippines	PH
Russland	Russia	RU
USA	USA	US

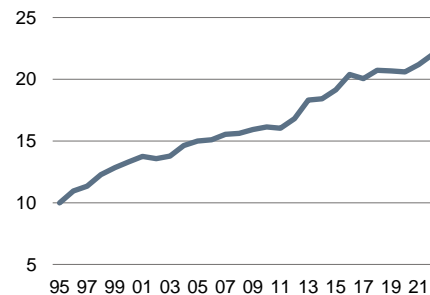
Quelle: ISO

weltweiten Kupfernachfrage und der erwarteten Produktion aus bestehenden und geplanten neuen Bergbauprojekten ab der zweiten Hälfte der 2020er Jahre vergrößern wird. Bis 2030 könnte die Lücke 5 Mio. Tonnen betragen (d.h. ein knappes Viertel der heutigen weltweiten Primärproduktion). Die weltweite Verarbeitung von Kupfererzen (Raffination) ist regional stark konzentriert. Hier dominiert China mit einem Anteil von 42% vor Chile mit 8%.

Förderung von Kupfer wächst recht stetig

6

Globale Förderung von Kupfer, Mio. Tonnen

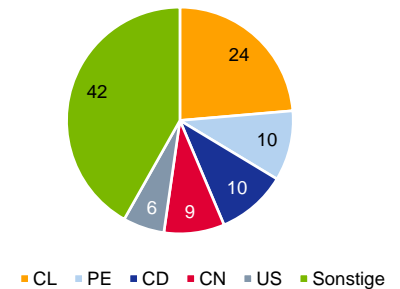


Quellen: BGR, DERA, USGS

Chile sorgt für knapp ein Viertel der Kupferförderung

7

Anteile an globaler Kupferförderung, 2022, %



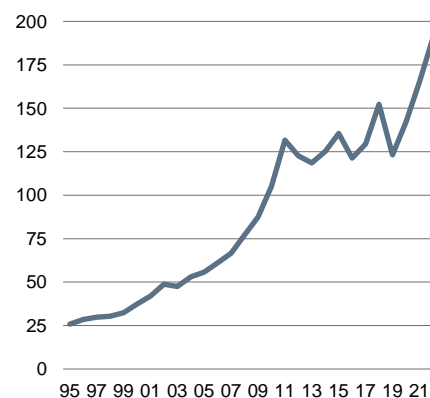
Quelle: USGS

**Kobalt:** Mit dem Trend zur Elektromobilität in den großen Automobilmärkten oder allgemeiner mit dem zunehmenden Einsatz von Batterien als Stromspeicher wird die Nachfrage nach Kobalt in den kommenden Jahren deutlich steigen. Es ist sehr wahrscheinlich, dass die künftige Nachfrage die Kobaltproduktion in den nächsten Jahren übersteigen wird. Nach Angaben der IEA wird es in der zweiten Hälfte der 2020er Jahre selbst bei einem weniger ehrgeizigen Klimaschutzpfad zu einem Defizit bei der Kobaltversorgung kommen. Dieses wird umso größer sein, je mehr Batterien für Elektroautos, Unterhaltungselektronik oder als stationäre Stromspeicher benötigt werden. Das Marktangebot von Kobalt ist durch eine besonders hohe Konzentration auf der Angebotsseite gekennzeichnet. Nicht nur die Minenproduktion (fast 70% entfallen auf die DR Kongo) wird von nur einem Land dominiert, sondern auch die Raffination. Hier ist China mit einem Anteil von etwa 65% führend, gefolgt von Finnland (etwa 10%) und Belgien (5%). China ist der größte Hersteller von Batterien für Elektroautos und auch von Elektroautos selbst. Nach Angaben des USGS verbraucht China etwa 80% des Kobalts für die Batterieproduktion.

Förderung von Kobalt nimmt zuletzt stark zu

8

Globale Förderung von Kobalt, '000 Tonnen

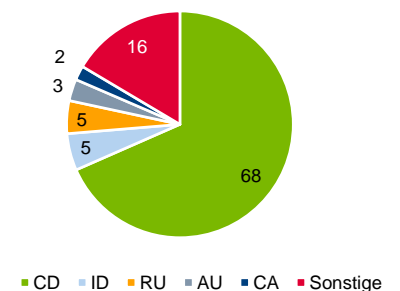


Quellen: BGR, DERA, USGS

DR Kongo liegt bei Kobaltförderung mit Abstand an der Spitze

9

Anteile an globaler Kobaltförderung, 2022, %



Quelle: USGS

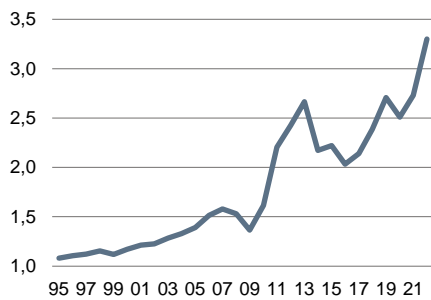




## Eine Double-Dip-Rezession

### Förderung von Nickel nimmt Fahrt auf 10

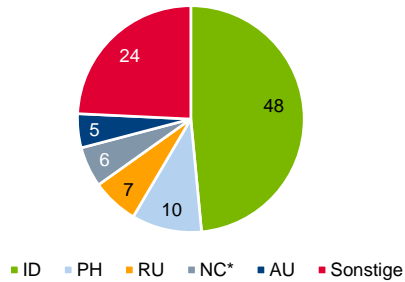
Globale Förderung von Nickel, Mio. Tonnen



Quellen: BGR, DERA, USGS

### Indonesien ist 2022 mit Abstand der wichtigste Förderer von Nickel 11

Anteile an globaler Nickelförderung, 2022, %



\* Zu Frankreich gehörend

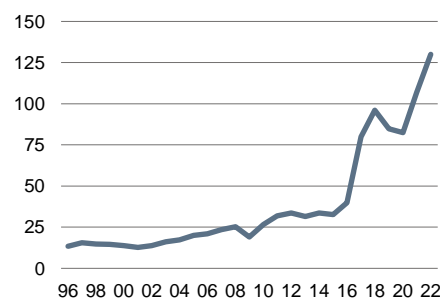
Quelle: USGS

**Nickel:** In den kommenden Jahren dürfte die Produktion von rostfreiem Stahl mengenmäßig der wichtigste Treiber der Nickelnachfrage bleiben. Ein Großteil der neuen Kapazitäten in Indonesien ist hierauf ausgerichtet. Dennoch wird die Verwendung von Nickel für die Batterieproduktion (insbesondere in der Elektromobilität) in den kommenden Jahren wahrscheinlich viel schneller zunehmen. Nach Angaben von Fitch Ratings benötigt ein Elektroauto etwa 30-mal so viel Nickel wie ein Auto mit Verbrennungsmotor. Für die kommenden Jahre rechnen die IEA und Fitch trotz steigender Nachfrage nicht mit einer physischen Unterversorgung mit Nickel weltweit. Mögliche Nickelknappheiten könnten vielmehr die gewünschten Nickelprodukte und -qualitäten betreffen. Die regionale Konzentration des Abbaus (Indonesien) und der Verarbeitung (China und Indonesien) stellt ebenfalls ein erhebliches Risiko für die Nickelversorgung dar. Für Deutschland ergibt sich aus der großen Bedeutung der Importe aus Russland ein Risiko für die Nickelversorgung, da die Lieferbeziehungen durch die gegenseitigen Sanktionen infolge des Krieges in der Ukraine gestört werden könnten. Wenn die Batterieproduktion in Deutschland und Europa ausgebaut werden soll, muss die Versorgung mit Nickel gewährleistet sein.

**Lithium:** Die Nachfrage nach Lithium wird in den kommenden Jahren vor allem durch den Trend zur Elektromobilität getrieben werden. Die IEA geht sogar davon aus, dass die Nachfrage nach Lithium unter allen wichtigen Rohstoffen für „saubere Energietechnologien“ bis 2040 am schnellsten wachsen wird. Selbst bei einem moderaten Anstieg der Elektromobilität würde die Lithiumnachfrage bis 2040 um den Faktor 13 gegenüber 2020 steigen. Ab der zweiten Hälfte der 2020er Jahre könnte es jedoch zu einer Angebotslücke kommen, wenn die Nachfrage nach Elektroautos rasch ansteigen sollte. Letztlich würde der Markthochlauf durch die mangelnde Verfügbarkeit von Lithium gebremst. Ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage würde auch zu Preisrisiken für Lithium und Lithium-Ionen-Batterien führen. Derzeit stellt die hohe Konzentration der Lithiumproduktion und -verarbeitung (letztere hauptsächlich in China) ein Risiko dar.

### Steigender Bedarf an Batterien führt zu höherer Förderung von Lithium 12

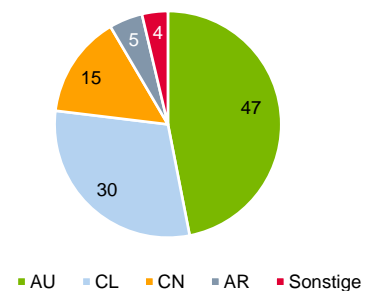
Globale Förderung von Lithium, Mio. Tonnen



Quellen: BGR, DERA, USGS

### Lithiumförderung ist auf nur wenige Länder konzentriert 13

Anteile an globaler Lithiumförderung, 2022, %



Quellen: BGR, DERA, USGS

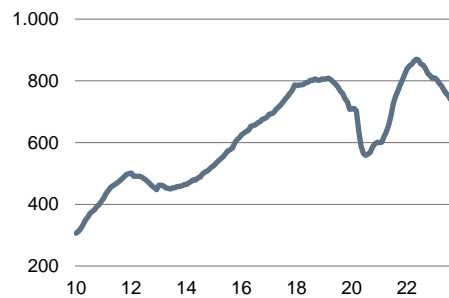


## Eine Double-Dip-Rezession

### Arbeitskräfte- und Qualifikationsdefizite: Kurz- und mittelfristig keine umfassenden Lösungen in Sicht

Zahl der offenen Stellen rückläufig, aber immer noch auf hohem Niveau

Zahl der gemeldeten offenen Stellen in Deutschland, '000



Quelle: Deutsche Bundesbank

Strukturelle Angebotsengpässe sind nicht nur auf den Gütermärkten zu erwarten, sondern werden auch den Arbeitsmarkt betreffen. Der Fachkräftemangel in Deutschland ist seit vielen Jahren ein limitierender Faktor für die wirtschaftliche Entwicklung. Er ist in vielen Branchen spürbar. Er spiegelt sich in der Zahl der offenen Stellen in Deutschland wider, die im September 2023 bei knapp über 730.000 (saisonbereinigt) lag (Bundesagentur für Arbeit, BA). Das ist zwar ein Rückgang um 108.000 gegenüber September 2022 – bedingt durch die schwächere wirtschaftliche Entwicklung. Im langfristigen Vergleich ist es aber immer noch eine hohe Zahl. Während die BA nur offiziell gemeldete offene Stellen ausweist, beruhen die Daten des Instituts für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB) auf repräsentativen Befragungen von Betrieben. Das bedeutet, dass auch offene Stellen, die nicht bei der BA gemeldet werden, hier enthalten sind. Nach Angaben des IAB lag die Zahl der offenen Stellen in Deutschland im 2. Quartal 2023 bei knapp 1,74 Mio., – ein Rückgang gegenüber dem Höchststand von 1,98 Mio. im 4. Quartal 2023.

Die demografische Entwicklung in Deutschland wird in den kommenden Jahren auch bei relativ hoher Nettozuwanderung zu einem sinkenden Erwerbspersonenpotenzial führen. Der demografische Faktor wird daher den Fachkräftemangel verschärfen. Zuwanderung ist notwendig, um die demografischen Belastungen des Arbeitsmarktes in den kommenden Jahren abzufedern. Allerdings betrifft der Fachkräftemangel häufig Berufsbilder mit speziellen Qualifikationen. Ein systematischer Überschuss im Ausland ist nicht zu erwarten. Zudem konkurriert Deutschland mit anderen Ländern um globale Talente. Sprachbarrieren (Deutsch als weniger internationale Sprache im Vergleich zu Englisch) und bürokratische Hürden bei der Zuwanderung von Hochqualifizierten zeigen, dass der Zuzug von Menschen mit den gewünschten Qualifikationen nach Deutschland alles andere als ein Selbstläufer ist. Eher unqualifizierte Zuwanderer nach Deutschland (einschließlich Flüchtlinge) müssen in der Regel Sprachkurse und andere Bildungsmaßnahmen absolvieren, bevor sie in den Arbeitsmarkt integriert werden können. Dies dauert oft mehrere Jahre und ist mit Kosten verbunden. Damit die Zuwanderung besser zur Linderung von Arbeitsmarktengpässen beitragen kann, müsste sie gezielter gesteuert werden.

### Schlussbemerkungen: Gefahr der Verzerrung des Status quo, aber negative Auswirkungen auf Wachstum und Inflation

Die letzten Jahre waren geprägt von Unterbrechungen der Lieferketten in historischem Ausmaß. Diese Prägung birgt die Gefahr, dass die Beurteilung der künftigen Entwicklung durch einen Status-quo-Bias verzerrt wird. So kann es sein, dass wir die Gefahr von strukturellen Angebotsengpässen überschätzen, weil wir die Lenkungswirkung von Preissignalen oder die Innovationskraft der Menschen unterschätzen oder der „Politik“ nicht genug zutrauen, die Rahmenbedingungen z.B. für eine sichere Rohstoffversorgung schnell genug zu verbessern. Dabei können gerade Krisenzeiten der Nährboden für Innovationen sein. Als der Club of Rome vor gut 50 Jahren die „Grenzen des Wachstums“ proklamierte, prägte ein solcher Status-quo-Bias den Blick auf die Zukunft. Letztlich wurde der technische Fortschritt, der die Grenzen des Wachstums verschob, damals falsch eingeschätzt. Dem Status-quo-Bias steht jedoch ein gewisser Verfügbarkeits-Bias gegenüber, der sich auf mögliche zukünftige Knappheiten bezieht, die wir heute nicht erkennen (können).

Alles in allem bleibt der technische Fortschritt die größte Hoffnung für die kommenden Jahre, um ein klimafreundliches und sozial ausgewogenes Wirtschafts-



## Eine Double-Dip-Rezession

---

wachstum zu ermöglichen. Angesichts der in diesem Bericht beschriebenen (potenziellen) strukturellen Angebotsengpässe müsste sich der technische Fortschritt allerdings auf breiter Front beschleunigen und wahrscheinlich viel stärker als bisher von der Politik gefördert werden.

Angesichts der vielen Unbekannten ist es schwierig, die Auswirkungen der strukturellen Angebotsengpässe auf das Trendwachstum und die Inflation zu quantifizieren. Unserer Ansicht nach dürften sie jedoch dazu beitragen, dass das Potenzialwachstum in Deutschland in den kommenden Jahren näher an der 0,5%- als an der 1%-Marke und die Inflation eher über als unter dem 2%-Ziel liegen wird.

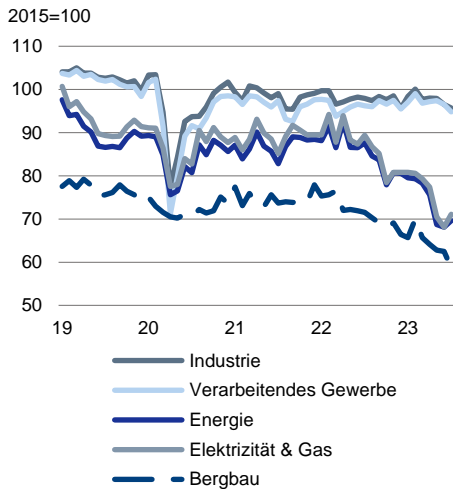
Eric Heymann (+49 69 910-31730, [eric.heyman@db.com](mailto:eric.heyman@db.com))



## Eine Double-Dip-Rezession

Industrieproduktion und bedeutende Komponenten

1



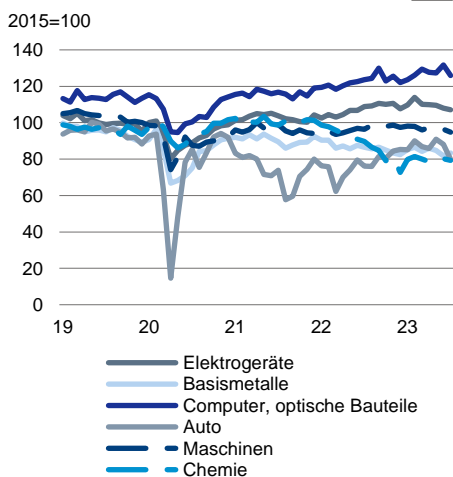
Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

## Exportindustrie stellt sich auf neue Realitäten ein

- Im Jahr 2023 dürften sich die nominalen Warenexporte seitwärts bewegen, während die realen Exporte von Waren und Dienstleistungen um 1,2% schrumpfen dürften.
- Konjunktureller Gegenwind kommt vor allem von Europa und China.
- Darüber hinaus wirken sich auch strukturelle Faktoren negativ aus, wie z. B. die zunehmenden geopolitischen Spannungen und die Deglobalisierung, die globale Wertschöpfungsketten schwächt und kontinentale Wertschöpfungsketten stärkt. Zusätzlich hat Deutschland mit einem allgemeinen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit zu kämpfen. Einige Sektoren leiden unter einer teilweisen Deindustrialisierung.
- Wir gehen davon aus, dass die Exporte noch mehrere Jahre lang schleppend bleiben werden, da die Anpassung wahrscheinlich viel Zeit in Anspruch nehmen wird.

Produktion der wichtigsten Industriesektoren

2



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

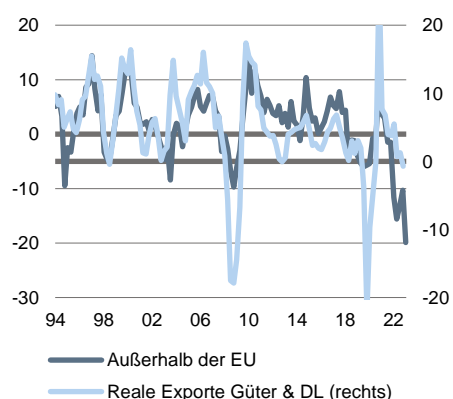
## Konjunkturelle und strukturelle Herausforderung

Die ifo Exporterwartungen fielen auf 89,9 und der PMI für neue Exportaufträge im Verarbeitenden Gewerbe auf 37,8 und damit unter das 5 %-Perzentil der gesamten Zeitreihe. Historisch gesehen liegen diese Werte in einem ähnlichen Bereich wie während der Pandemie und der GFC. Ein wesentlicher Grund dafür ist, dass die Inputkosten für Rohstoffe, Arbeit und Kapital in den letzten Jahren erheblich gestiegen sind. Die Ursachen für die steigenden Inputkosten sind unseres Erachtens strukturell bedingt. Die demografische Entwicklung, die wachsende Bedeutung von ESG und die zunehmenden geopolitischen Spannungen werden die Inputkosten wahrscheinlich auf einem relativ hohen Niveau halten oder sogar noch weiter ansteigen lassen. Der Mangel an (qualifizierten) Arbeitskräften, die höheren Rohstoff- und Energiepreise und die Zinsen, die im Vergleich zu dem extrem niedrigen Zinsniveau vor dem Inflationsschub wahrscheinlich hoch bleiben werden, werden die Wirtschaft auf Jahre hinaus prägen.

Wettbewerbsfähigkeit vs. Exporte

3

linke y-Achse: Index  
rechte y-Achse: % gg. Vj.



Quellen: Deutsche Bank Research, EU-Kommission, Statistisches Bundesamt

## Industrie: Teilweise Deindustrialisierung in einigen Sektoren

Darüber hinaus gibt es mehrere negative Entwicklungen in der Industrie, die auch die Exporte bremsen dürften. Erstens erreichte die Industrieproduktion im Jahr 2018 ihren Höhepunkt. Seitdem und bis Juli 2023 (letzte verfügbare Daten) ist die Produktion um mehr als 10% zurückgegangen. Zweitens hinterlässt auch die Umstellung unserer Energiequellen ihre Spuren. Die Energie- und Stromerzeugung liegt rund 20% unter dem Vorkriegsniveau. Auch die Produktion von Basismetallen, Bergbau und Chemikalien liegt etwa 20% unter dem Durchschnitt von 2019.

Drittens ist die Produktion in den letzten Monaten in fast allen Industriesektoren zurückgegangen und wichtige Indikatoren für die Wettbewerbsfähigkeit sind in den letzten Quartalen stark gesunken. Alle drei von der Europäischen Kommission erhobenen Maße für die Wettbewerbsfähigkeit (Inland, Intra-EU, Extra-EU) erreichten in Q2 2023 neue Allzeittiefs, was auf einen Rückgang der realen Exporte hindeutet. Auch die ifo Exporterwartungen sind fast kontinuierlich von 106,8 Punkten, nur 0,9 Punkte unter ihrem Allzeithoch, im März 2021 auf 89,9 Punkte im September 2023 gesunken. All diese hoch korrelierten Daten deuten darauf hin, dass Deutschlands traditionell sehr erfolgreiches Wirtschaftsmodell, das auf außergewöhnlichen technischen Leistungen beruht und weltweit gefragte Waren und Dienstleistungen produziert, vor erheblichen Herausforderungen steht.

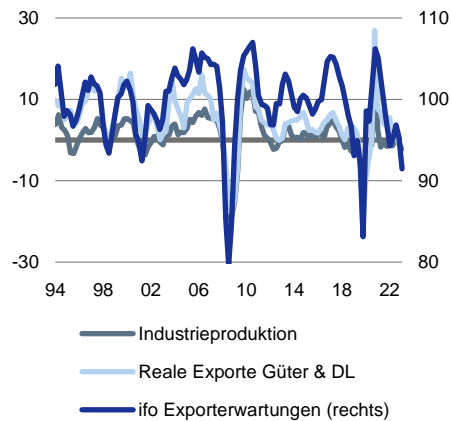


## Eine Double-Dip-Rezession

### Wachstumsraten von Produktion, Exporten und ifo Exporterwartungen

4

linke y-Achse: % gg. Vj. (Produktion u. Exporte)  
rechte y-Achse: Index



Quellen: Deutsche Bank Research, EU-Kommission, Statistisches Bundesamt

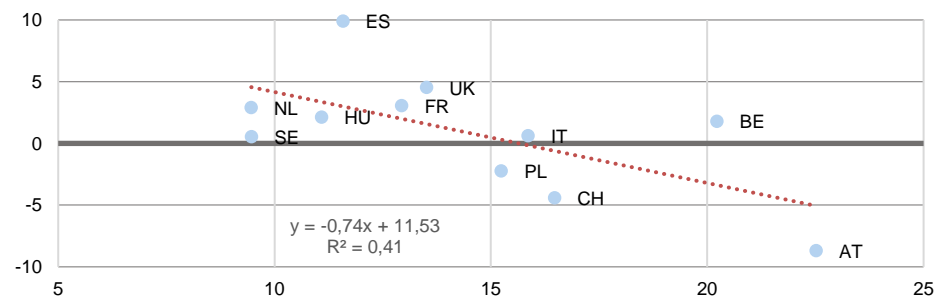
### 2023 EU-Exportmärkte: Gegenbewegung zum Vorjahr

Die in diesen Umfragen dargestellte negative Stimmung und die schwache Industrieproduktion spiegeln sich auch in den Exporten wider. Im Jahr 2023 werden die Warenausfuhren insgesamt voraussichtlich stagnieren (Durchschnitt 2013-2022: 3,9%). Hinter den Schlagzeilen verbergen sich interessante Details. Die Ausfuhren in den Euroraum und die übrige EU werden voraussichtlich nur geringfügig zunehmen. Die Ausfuhren nach Frankreich und in die Niederlande, unseren zweit- und drittgrößten Exportmärkten, dürften 2023 um etwa 3% gegenüber dem Vorjahr steigen. Dagegen werden die Exporte nach Italien voraussichtlich nahezu stagnieren und die Exporte nach Österreich, Polen und in die Schweiz werden wahrscheinlich um mehrere Prozentpunkte schrumpfen – vermutlich ein Ausgleich für das sehr starke Wachstum im Jahr 2022.

### 2022 und 2023 Güterexporte in größte europäische Absatzmärkte

5

y-Achse: % ggü. Vorjahr in 2023  
x-Achse: % ggü. Vorjahr in 2022



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

### Die Geopolitik hinterlässt ihre Spuren

Der Beitritt Chinas zur WTO im Jahr 2002 führte zu einem starken Rückgang des US-Marktanteils an den deutschen Exporten, von 10,5% im Jahr 2002 auf 7,0% im Jahr 2011. Nun steigt der US-Marktanteil wieder an und erreicht 2022 mit fast 10% den höchsten Wert seit 2002. Wir rechnen mit einem weiteren Anstieg in den kommenden Jahren. Nach den außergewöhnlich hohen Wachstumsraten in den Jahren 2021 und 2022 von 18% bzw. 28% dürfte sich das Wachstum im Jahr 2023 normalisieren. Aufgrund des robusten US-BIP-Wachstums und des starken US-Dollars dürfte es jedoch im positiven Bereich bleiben und der Marktanteil dürfte bei 10% bleiben.

Die aus unserer Sicht überraschendste Entwicklung ist, dass die Exporte nach China auf dem Weg sind, um etwa 7% gegenüber dem Vorjahr zu sinken. Die chinesische Erholung bleibt trotz einiger jüngster Verbesserungen hinter den Erwartungen zurück. Dies bedeutet, dass der chinesische Marktanteil an den gesamten deutschen Warenexporten im Jahr 2023 voraussichtlich auf 6,2% sinken wird. Dies wäre der dritte jährliche Rückgang in Folge, nachdem der Marktanteil im Jahr 2019 mit 7,9% ein Allzeithoch erreicht hatte. Es gibt strukturelle Gegenwinde, die das chinesische Wachstum und die Importnachfrage belasten: erstens die zunehmenden geopolitischen Spannungen, zweitens die schrumpfende Erwerbsbevölkerung, drittens die relativ hohe Verschuldung der Unternehmen und viertens die Tatsache, dass es Jahre dauern könnte, bis sich ein neues Gleichgewicht auf dem Immobilienmarkt einstellt. Die Geopolitik und die schweren Lieferkettenengpässe während der Pandemie sind vermutlich die wichtigsten Faktoren für den Exportrückgang. Beides hat zu einem Abbau der globalen

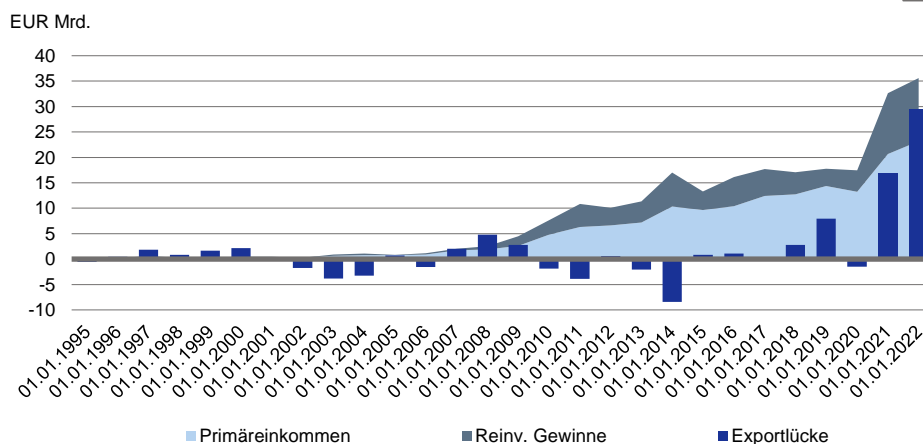


## Eine Double-Dip-Rezession

Wertschöpfungsketten und einer Stärkung der kontinentalen Wertschöpfungsketten geführt, worauf wir bereits im Jahr 2020 hingewiesen haben.<sup>1</sup> Dabei stehen die globalen Wertschöpfungsketten von beiden Seiten unter Druck: China strebt mit seiner 2020 eingeführten „Dual-Circulation“-Strategie eine geringere Abhängigkeit vom Westen an, und Deutschland ist (wie viele andere westliche Länder) bestrebt, seine China-Abhängigkeit von globalen Wertschöpfungsketten zu reduzieren. Kürzlich hat das Kieler Institut für Weltwirtschaft gezeigt, dass der Rückgang der Exporte auch stark mit der Produktionssteigerung deutscher Unternehmen in China zusammenhängt. Dadurch stiegen sowohl die deutschen Primäreinnahmen aus China in der Leistungsbilanz als auch die reinvestierten Gewinne in China.<sup>2</sup> Die politischen Ziele beider Länder lassen erwarten, dass der Rückgang des chinesischen Marktanteils an den Warenexporten noch einige Jahre anhalten wird.

Deutsche Firmen profitieren von Produktion in China

6



Quellen: Deutsche Bank Research, Institut für Weltwirtschaft (Vincent Stamer)

Deutsche Unternehmen wollen ihren Absatz und ihre Beschaffung diversifizieren, eine Strategie, die als „China Plus One“ bezeichnet wird. Viele geopolitische Analysen weisen darauf hin, dass Indien und ASEAN an Bedeutung gewinnen werden. Für Indien hat sich dies bereits in den letzten Jahren abgezeichnet. Heute sind die Warenexporte nach Indien um 50% höher als 2019; für 2023 erwarten wir einen Zuwachs von 15% gegenüber dem Vorjahr. Die Exporte in die ASEAN-Länder sind weniger dynamisch gewachsen. Im Jahr 2023 werden die Gesamtexporte in die ASEAN-Länder voraussichtlich um 6% gegenüber dem Vorjahr steigen. Beide Märkte sind mit Marktanteilen von 1,1% für Indien und 1,9% für alle ASEAN-Länder noch relativ klein. Der Marktanteil dieser elf Länder ist zusammen fast halb so groß wie der Anteil Chinas. Das Wachstum in Indien und den ASEAN-Ländern muss also etwa doppelt so hoch sein, um den Rückgang in China zu kompensieren. Es wird einige Zeit dauern, bis diese Länder die Lücke schließen können.

Im Jahr 2023 sanken die Warenexporte nach Russland um 34% gegenüber dem Vorjahr, ein weiterer Einbruch, nach -45% im Jahr 2022. Nominal schrumpften sie von EUR 26,6 Mrd. im Jahr 2021 auf voraussichtlich etwa EUR 10 Mrd. im Jahr 2023. Es scheint, dass die Sanktionen teilweise umgangen werden, da sich die Warenexporte in die zentralasiatischen und transkaukasischen

<sup>1</sup> Moebert, Jochen (2020): Globaler Gegenwind macht kontinentale Wertschöpfungsketten attraktiver. Talking Point, 20. Juli 2020.

<sup>2</sup> Vincent Stamer (2023): Deutsche Exporte ausgebremst: China ersetzt "Made in Germany", KIEL, POLICY BRIEF, Nr. 167 September 2023.



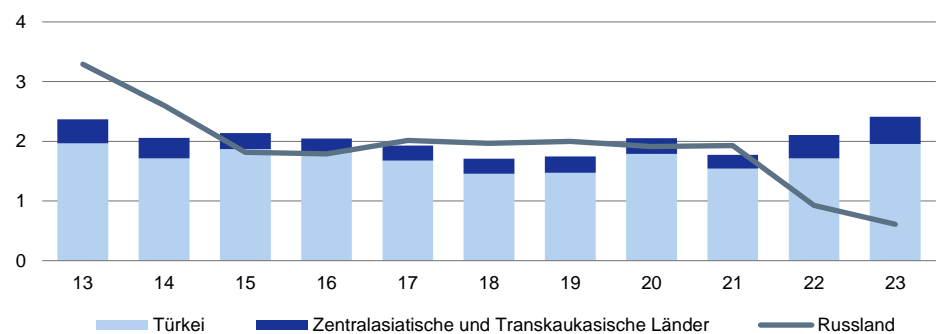
## Eine Double-Dip-Rezession

Länder (Kasachstan, Usbekistan, Turkmenistan, Kirgisistan, Tadschikistan, Armenien, Aserbaidschan und Georgien) von EUR 3,1 Mrd. im Jahr 2021 auf vermutlich mehr als EUR 7 Mrd. im Jahr 2023 mehr als verdoppelt haben. Auch die Warenexporte in die Türkei sind im gleichen Zeitraum von EUR 21,3 Mrd. auf rund EUR 31 Mrd. erheblich gestiegen. Die sehr hohen realen BIP-Wachstumsraten von 11,4% im Jahr 2021, 5,5% im Jahr 2022 und voraussichtlich immer noch 4,0% im Jahr 2023 sind wahrscheinlich der entscheidende Faktor. Infolgedessen stieg der Anteil der Türkei an den gesamten deutschen Warenexporten von 1,5% im Jahr 2021 auf 2,0% im Jahr 2023, und der Anteil der zentral- und transkaukasischen Länder Asiens stieg von 0,2% auf 0,5%, während der Marktanteil Russlands von 1,9% im Jahr 2021 auf 0,6% im Jahr 2023 sank.

2013-2023 Marktanteile von Güterexporten

7

in % der Güterexporte insgesamt



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

### Maue Erholung für Exporte im Jahr 2024 und 2025

Ein auf den ifo Exporterwartungen basierendes Fehlerkorrekturmodell impliziert für 2023 einen Rückgang der realen Exporte von Waren und Dienstleistungen um 1,2% gegenüber dem Vorjahr, während die Nettoexporte positiv zum BIP-Wachstum beitragen werden (+0,2 %-Punkte), da die realen Einkommensverluste der privaten Haushalte zu einem noch stärkeren Rückgang der Importe führen. Angesichts der oben erwähnten strukturellen Gegenwinde rechnen wir mit einer langsamen Erholung der Exporte (2024: 0,4%, 2025: 0,5%). Die Importe könnten in den Jahren 2024 und 2025 aufgrund des robusten Arbeitsmarktes und vermutlich höherer Löhne etwas schneller steigen als die Exporte, was zu einem negativen Beitrag der Nettoexporte zum BIP-Wachstum führt (2024: -0,4%-Punkte, 2025: -0,2%-Punkte).

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

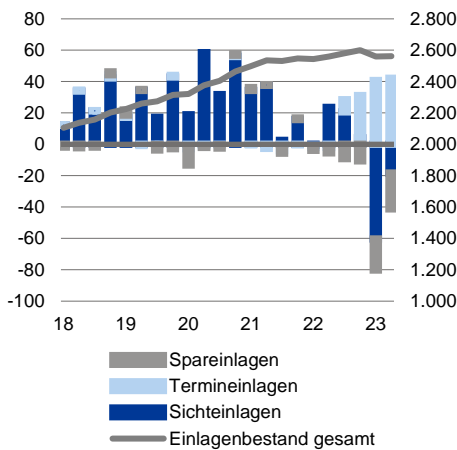


## Eine Double-Dip-Rezession

### Privathaushalte suchen bessere Verzinsung – Zurückhaltung bei der Immobilienfinanzierung

#### 1 Private Haushalte suchen bessere Verzinsung

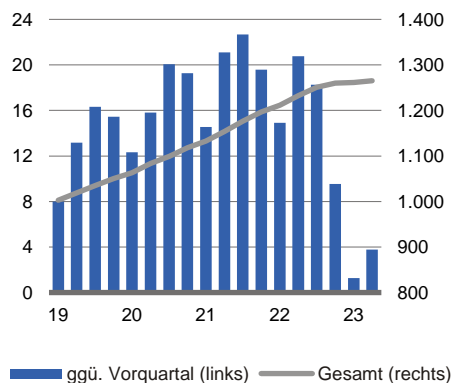
Mrd. EUR, ggü. Vorquartal (links), Bestand (rechts)



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

#### 2 Immobilienkredite – Talsohle erreicht?

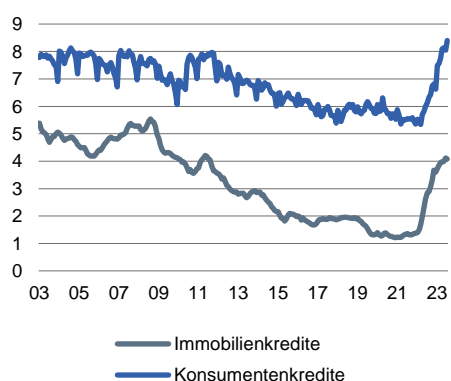
Mrd. EUR



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

#### 3 Kreditzinsen steigen kräftig

Durchschnittliche Zinssätze für Neukredite in %



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

- Die Privathaushalte schichteten massiv Gelder von Niedrigzinsprodukten in besser verzinsten Termineinlagen und Anleihen um, insbesondere in Sparbriefe.
- Der Boom bei der Immobilienfinanzierung ist vorbei, aber netto ist die Kreditaufnahme weiterhin positiv und in etwa so hoch wie vor der Niedrigzinsphase. Die Talsohle könnte in Sicht sein.

Die Bankeinlagen der privaten Haushalte in Deutschland sind im ersten Halbjahr um den Rekordbetrag von EUR 38 Mrd. gesunken. Der Hauptgrund war die Zinsentwicklung, welche die Banken für verschiedene Produkte jedoch sehr unterschiedlich gestalteten. Da die Zinssätze für Sichteinlagen (0,3%) und Spareinlagen (0,5% im Neugeschäft) nur wenig stiegen, schichteten die Sparer massiv Gelder um. Sie zogen EUR 79 Mrd. an Sichteinlagen ab und legten EUR 83 Mrd. an Termingeldern zu durchschnittlich 2,8% neu an. Spareinlagen wurden in Höhe von EUR 35 Mrd. aufgelöst. Die Gelder flossen zu einem großen Teil in Anleihen. Der Sparbrief – von Kreditinstituten emittierte Anleihen, die durch die Einlagensicherung abgedeckt sind – erlebte eine Renaissance (EUR +35 Mrd.) bei Verzinsungen von um die 3%. Die privaten Haushalte legten bei attraktiven Renditen auch außergewöhnlich viel Geld in Anleihen an, die v.a. von der öffentlichen Hand oder Unternehmen begeben wurden (letzte Daten für Q1). Unter dem Strich führte die divergierende Zinsentwicklung zu Umschichtungen im Finanzvermögen, nicht jedoch zu einem Entsparen, was zusätzlichen Konsum hätte finanzieren können. Dies ist auch an der leichten Erhöhung der Sparquote in H1 abzulesen (11,3% nach 11,1% in H2 2022). Für das laufende Halbjahr ist eine weitere Reallokation zu erwarten. Allerdings dürfte der wiedererwachte Wettbewerb um Einlagen zwischen den Instituten attraktivere Konditionen zur Folge haben und die Einlagen stabilisieren.

Auf der Kreditseite ließ ein weiterer Zinsanstieg die Neuvergabe von Immobilienkrediten auf die Hälfte des Vorjahresniveaus sinken. Der Zinssatz für neue Ausreichungen kletterte bis auf 4,1%. Allerdings wurden auch weniger Tilgungen auf laufende Darlehen geleistet, sodass der Kreditbestand netto um EUR 5 Mrd. zunahm. Aufgrund der wirtschaftlichen Lage hatten die Banken ihre Richtlinien für die Kreditvergabe seit Mitte 2022 mehrfach verschärft, in der Folge wurden mehr Kreditanträge abgelehnt. Allerdings gingen aufgrund des Wettbewerbsdrucks die Margen zurück und mittlerweile erwarten die Banken eine Stabilisierung der Kreditnachfrage.

Die Talsohle bei der Immobilienfinanzierung könnte erreicht sein. Die Erschwinglichkeit von Immobilien sollte sich kaum weiter verschlechtern, da die realen Einkommen in etwa stabil bleiben dürften, ebenso wie das Zinsniveau. Die Preise für Wohnimmobilien geben derzeit nach, insbesondere für Bestandsimmobilien mit energetischem Sanierungsbedarf. Der Mangel an Wohnraum lässt aber mittelfristig keine deutlichen Preisrückgänge erwarten, sodass sich die Kreditaufnahme in der jetzigen Größenordnung einpendeln könnte. Dies wäre ungefähr so viel wie vor dem Kreditboom während der Niedrigzinsphase.

Der Zinssatz für neue Konsumentenkredite stieg seit Jahresanfang kräftig auf durchschnittlich 8,1%. Obendrein dämpften die Inflation und wirtschaftliche Unsicherheit die Konsumlaune der Privathaushalte, v.a. bei langlebigen Gütern. Die Banken verschärften auch hier ihre Kreditrichtlinien, außerdem stiegen die Margen. Insgesamt führte dies zu einem leichten Rückgang (EUR -0,3 Mrd.) bei den Konsumentenkrediten. Für das aktuelle Halbjahr ist keine große Änderung zu erwarten.

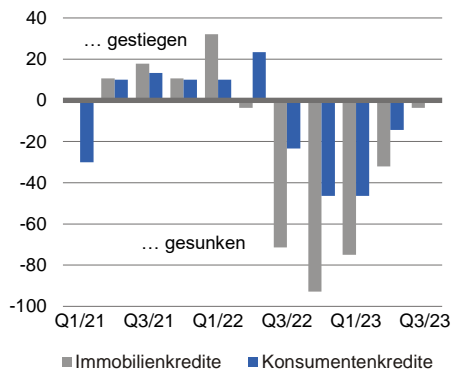




## Eine Double-Dip-Rezession

Bank lending survey: Kreditnachfrage\*

4



\*Q3/23 erwarteter Wert

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Die sonstigen Kredite und Debetsalden der Haushalte schrumpften ebenfalls geringfügig um EUR 0,3 Mrd. Sie spielen jedoch mit einem Anteil am Kreditbestand von etwa 3% eine untergeordnete Rolle.

Insgesamt zeigen das Sparverhalten der Haushalte und die Kreditvergabe der Banken an diese deutlich, dass sich die Straffung der Geldpolitik schnell und kräftig in der Realwirtschaft niedergeschlagen hat.

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

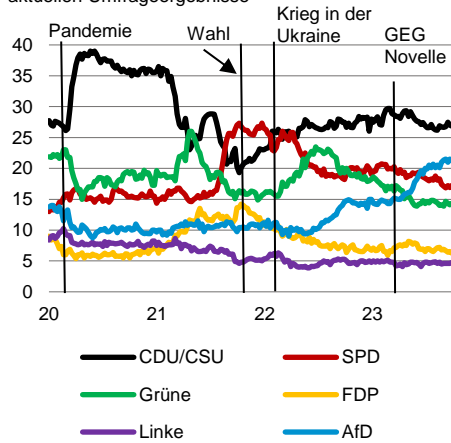


## Eine Double-Dip-Rezession

### Ampelkoalition im Umfragetief

1

% der Stimmen, wöchentlicher Durchschnitt der aktuellen Umfrageergebnisse\*



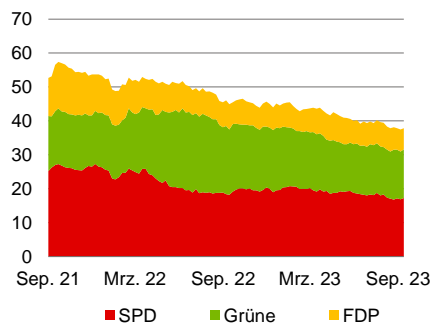
\* Umfragen der führenden Meinungsforschungsinstitute (Allensbach, Kantar, Forsa, FG Wahlen, Infratest, INSA).

Quellen: Wahlrecht.de, Deutsche Bank Research

### Beliebtheit der Ampelkoalition erreicht bisherigen Tiefpunkt

2

Zustimmungswerte in Umfragen, in %

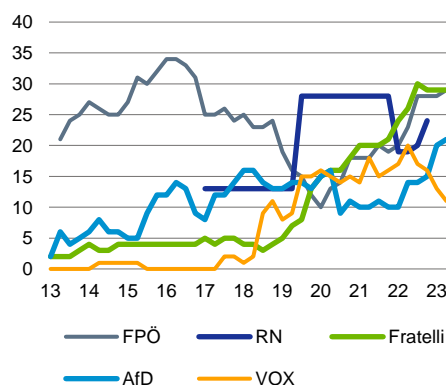


Quellen: Wahlrecht.de, Deutsche Bank

### Erstarken von rechtspopulistischen Parteien\* in der EU

3

Zustimmungswerte, in %



\* Gemäss Definition von PopuList 2.0

Quellen: Politico Polls of Polls, Deutsche Bank

## Rechtsruck bei den Landtagswahlen dürfte zu mehr politischem Pragmatismus auf der Bundesebene führen

- **Bekämpfung der Wachstumsflaute – bisher kein allzu starker Impuls für Strukturreformen.** Trotz schwindender Umfragewerte und trüber Wachstumsaussichten scheint der Appetit der Bundesregierung auf umfassende Strukturreformen begrenzt zu sein. Angesichts der immer noch relativ robusten Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt wächst das Gefühl der Dringlichkeit von Strukturreformen nur langsam. Da die drei Koalitionspartner unterschiedliche wirtschaftspolitische Ansätze zur Bekämpfung der Wachstumsflaute verfolgen (tendenziell mehr Industriepolitik und staatliche (Investitions-)Ausgaben bei den Grünen gegenüber fiskalischem Konservatismus und angebotsseitigen Reformen bei der FDP), ist das Ausmaß der Reformen momentan eher auf den kleinsten gemeinsamen Nenner beschränkt.
- **Wachstumschancengesetz und Bürokratieabbau als erste Schritte.** Die jüngsten wirtschaftspolitischen Maßnahmen aus dem 10-Punkte-Plan können als ein erster (kleiner) Schritt zur Bekämpfung der strukturellen Wachstumsschwäche angesehen werden. Der erneute Gesetzgebungsschub wird wahrscheinlich eher zu inkrementellen Fortschritten beim Bürokratieabbau führen.
- **Umfragehoch und Wahlergebnisse der AfD dürften in den nächsten Monaten zu mehr politischem Pragmatismus auf Bundesebene (insbesondere in der Migrationspolitik) führen.** Obwohl wir nicht von einer Regierungsbeteiligung der AfD auf Landesebene ausgehen (weder nach den Wahlen in Bayern und Hessen noch im nächsten Jahr), dürfte ihr starkes Abschneiden den allgemeinen politischen Diskurs weiter beeinflussen. So bereitet die Bundesregierung derzeit ein Gesetzespaket zur Migration vor, welches erleichterte Abschiebungen und einen schnelleren Zugang zum Arbeitsmarkt beinhaltet. Die Länder beraten über mehr Sach- anstelle von Geldleistungen.
- **CDU-Wahlsiege und Auswirkungen auf die Bundespolitik.** Die Wahlergebnisse in Bayern und Hessen werden wie erwartet zu keinen größeren Verschiebungen im Machtgefüge auf Länderebene führen. Die erneute Wahlniederlage der FDP könnte es schwieriger machen, sich bis zum Jahresende auf die Reform der EU-Fiskalregeln zu einigen.

## Erstarken der AfD und Analyse der jüngsten Landtagswahlen

Die Beliebtheit der Bundesregierung erreichte Ende September einen neuen Tiefstand – keine offensichtlichen Anzeichen dafür, dass die öffentliche Stimmung in den nächsten Monaten drehen könnte. Die Beliebtheit der Regierung hat in den letzten Wochen einen weiteren Rückschlag erlitten und erreichte Ende September einen neuen Tiefstand von 38% (siehe Grafik 2). Hartnäckige Inflation, trübe Wachstumsaussichten und anhaltende Koalitionsstreitigkeiten haben zum Rückgang der Zustimmungsraten beigetragen. Da der Haushaltsentwurf für 2024 Ausgabenkürzungen und eine Neugewichtung der Ausgaben (z.B. zugunsten des Verteidigungsressorts) vorsieht, dürfte es für die Ampel-Koalition nicht allzu leicht sein, enttäuschte Wähler zurückzugewinnen (mehr dazu in unserem jüngsten Update über die Reformbestrebungen der Bundesregierung).

**Umfragehoch der AfD dürfte zu mehr politischem Pragmatismus führen.** In vielen europäischen Ländern sind rechtspopulistische Parteien zu einem festen Bestandteil der politischen Landschaft geworden (siehe Grafik 3). In Deutschland hat die Kombination aus Unzufriedenheit mit den politischen Antworten der

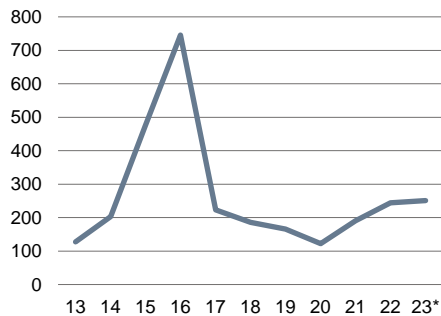


## Eine Double-Dip-Rezession

### Steigende Anzahl an Asylanträgen

4

Anzahl Anträge, '000



\* Januar bis September, ohne Geflüchtete aus der Ukraine

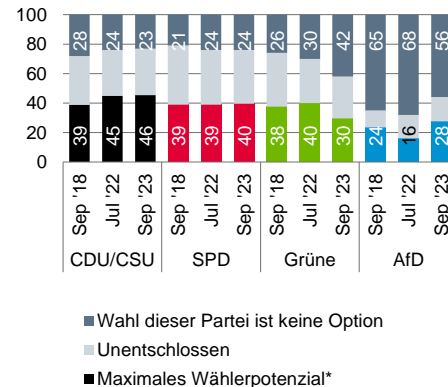
Quellen: BAMF, Deutsche Bank

etablierten Parteien und wachsende Besorgnis über Zuwanderung (siehe Grafik 4) zu steigenden Zustimmungsraten für die AfD beigetragen. Jenseits kurzfristiger Schwankungen der Wählerpräferenzen gibt es jedoch einige Anzeichen dafür, dass sich diese auch strukturell verschoben haben. Dabei handelt es sich um (i) eine anhaltende Veränderungsmüdigkeit in einem Zeitalter der Polykrisen/der grünen und digitalen Transformation und (ii) die sogenannte Normalisierung rechtspopulistischer Parteien. Jüngste Forschungen zeigen, dass eine „bürgerlich-nationalistische Normalisierungsstrategie“ zum Erfolg rechter Parteien in Österreich, Frankreich und Deutschland beigetragen hat. Rechten Parteien ist es gelungen, Wähler jenseits ihrer Kernklientel anzuziehen, indem sie deren Sorgen über die wirtschaftlichen Auswirkungen der Zuwanderung aufgriffen.<sup>3</sup> Diese Normalisierung manifestiert sich in Verschiebungen bei an sich trägen Variablen wie dem Wählerpotenzial von Parteien. In Deutschland ist der Anteil der Wähler, die eine Stimmabgabe für die AfD ausschließen, von 70% im Jahr 2021 auf 58% im September 2023 geschrumpft (Grafik 5).

### Bewegung bei trägen Indikatoren deutet auf strukturelle Veränderung hin

5

% der Stimmen



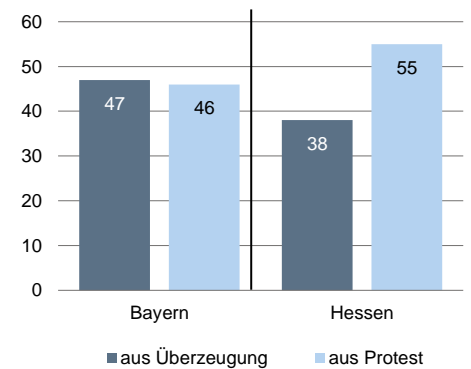
Wähler, die der Partei die Stimme geben oder dies in Betracht ziehen

Quellen: INSA, Deutsche Bank

### AfD Wahl ist nicht nur Protestwahl

6

AfD Wähler, Grund für Wahlentscheidung, in %

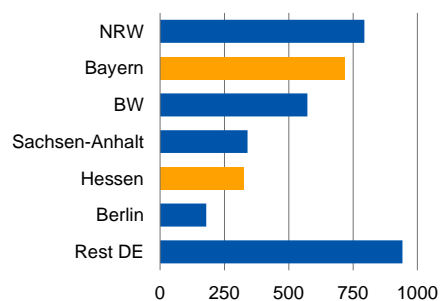


Quellen: infratest dimap, Deutsche Bank

### Landtagswahlen in zwei der größten deutschen Bundesländer

7

Nominales BIP in 2022, Mrd. EUR



Quellen: Statista, Deutsche Bank

## Landtagswahlen in Bayern und Hessen – CDU/CSU-Wahlsiege wie erwartet

Landtagswahlen haben ihre eigene Dynamik, aber die derzeit geringe Beliebtheit der Bundesregierung spiegelt sich auch in den Länderergebnissen wider. Am 8. Oktober fanden im zweit- und fünftgrößten Bundesland, gemessen am BIP (Grafik 6), auf die gemeinsam rund ein Viertel der Deutschen Wählerschaft entfällt, Wahlen statt. Die Landtagswahlen werden als wichtiger Stimmungstest für die Bundesregierung nach zwei Jahren im Amt und somit zur Hälfte der laufenden Legislaturperiode angesehen. Auch wenn diese in der Regel einer eigenen Dynamik folgen, dürfte sich die derzeitige Unzufriedenheit mit der Ampelkoalition in Berlin (Grafik 7) auf die Wahlentscheidungen bei den jüngsten Landtagswahlen ausgewirkt haben. Viele Politikfelder im Zuständigkeitsbereich der Bundesregierung (wie Energie-, Klima-, Flüchtlings- und Einwanderungspolitik)

<sup>3</sup> Friedrich-Ebert-Stiftung (FES) (2022). Rechtspopulismus verstehen und was man dagegen tun kann

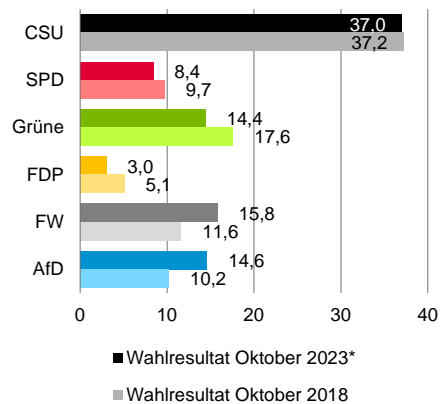


## Eine Double-Dip-Rezession

### Bayern – CSU gewinnt mit Abstand

8

Gesamtstimmenanteile, in %



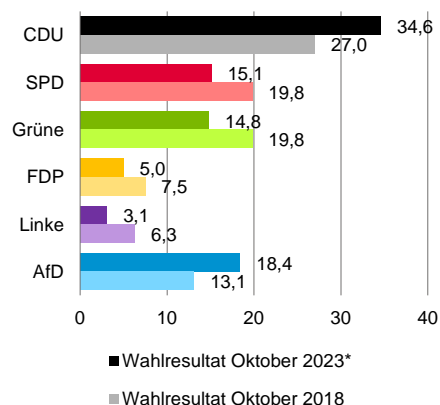
\* Vorläufiges Wahlergebnis

Quellen: Landeswahlleiter des Freistaats Bayern, Deutsche Bank

### Hessen – CDU siegt, gefolgt von der AfD auf dem 2. Platz

9

Landesstimmen, in %



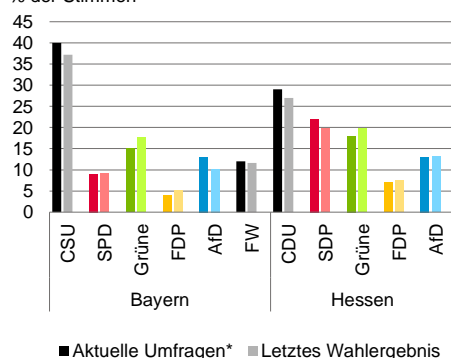
\* Vorläufiges Wahlergebnis

Quellen: Statistisches Landesamt Hessen, Deutsche Bank

### CDU/CSU führt in den Umfragen für Bayern und Hessen

10

% der Stimmen



\* Umfragen vom 3. und 4. Mai 2023

Quellen: Wahlrecht.de, Deutsche Bank

wurden von den Wählern als Schlüsselthemen angesehen. Aber auch Politikfelder wie Bildung und Verkehr, für die überwiegend die Länder zuständig sind, waren für die Wähler ebenfalls von entscheidender Bedeutung.<sup>4</sup>

Bei der Analyse der Wahlergebnisse von Bayern und Hessen zeichnen sich einige gemeinsame Trends ab (Grafiken 8 und 9): Erstens gehen CDU/CSU als klare Sieger aus der Wahl hervor. Zweitens schnitten alle drei Parteien der Ampelkoalition schlechter ab als bei den letzten Landtagswahlen im Jahr 2018. Drittens konnte die AfD ihren Wähleranteil deutlich steigern (zweitstärkste Kraft in Hessen mit 18,4% und drittstärkste Partei in Bayern mit 14,6%). Aber sie überschritt die 20 %-Marke nicht, welche sie derzeit in bundesweiten Umfragen erreicht.

**Bayern – Fortsetzung der Mitte-Rechts-Koalition.** Wie für die traditionell konservative Hochburg erwartet, ging die CSU als klare Siegerin aus dieser Wahl hervor. Mit 37,0% konnte sie den 2018 erreichten Gesamtstimmenanteil fast halten, fuhr aber (gemessen am Stimmenanteil) dennoch das schlechteste Ergebnis für die Partei seit 1954 ein. Der Junior-Koalitionspartner der CSU, die Freien Wähler (FW), konnten deutlich zulegen und bekamen 15,8% der Stimmen (Abbildung 8). Die Wahlergebnisse deuten darauf hin, dass die regierende Mitte-Rechts-Koalition aus CSU und FW wahrscheinlich an der Macht bleiben wird. Ministerpräsident Söder (CSU) bestätigte nach der Wahl, dass er mit den Freien Wählern weiterregieren möchte.<sup>5</sup>

**Hessen – Fortsetzung der schwarz-grünen-Koalition.** In Hessen gingen die CDU und der amtierende Ministerpräsident Boris Rhein, der seit seinem Amtsantritt im Mai 2022 zum ersten Mal eine Wahl bestritt, mit einem Stimmenanteil von 34,6% als klare Sieger hervor (Grafik 9). Die Grünen und SPD verloren je rund 5 %-Punkte und fielen hinter die AfD zurück, welche mit einem Stimmenanteil von 18,4% zur zweitstärksten Kraft wurde. Der FDP gelang es gemäß den vorläufigen Ergebnissen knapp, die 5%-Hürde zu überwinden und im Landtag zu bleiben. Am Wahlabend kündete Ministerpräsident Rhein an, dass er eine „Koalition aus der Mitte heraus“<sup>6</sup> bilden will und lud die Grünen, SPD und FDP zu Gesprächen ein.<sup>7</sup> Obwohl die Bildung einer CDU-SPD-Koalition rechnerisch möglich ist, scheint die Fortsetzung der eingespielten schwarz-grünen Koalition aus heutiger Sicht das wahrscheinlichere Ergebnis der Gespräche zu sein.

**Umfragehoch und Wahlergebnisse der AfD dürften in den nächsten Monaten zu mehr politischem Pragmatismus auf Bundesebene führen.** Die AfD hat bewiesen, dass sie ihre guten Umfragewerte in tatsächliche Wahlerfolge umwandeln kann und dies auch in westdeutschen Bundesländern. Die restlichen Parteien werden sich daher mit der Frage beschäftigen, wie sie die rechtspopulistischen Kräfte in Schach halten können, insbesondere im Hinblick auf die bevorstehenden Wahlen in drei ostdeutschen Bundesländern im September 2024 (Grafiken 10 und 11). Obwohl wir nicht von einer Regierungsbeteiligung der AfD auf Landesebene ausgehen (weder nach den Wahlen in Bayern und Hessen noch im nächsten Jahr), dürfte ihr starkes Abschneiden den allgemeinen politischen Diskurs weiter beeinflussen. So bereitet die Bundesregierung derzeit ein Gesetzespaket zur Migration vor, welches sowohl erleichterte Rückführungen abgelehnter Asylbewerber, als auch einen erleichterten Zugang von Migranten zum Arbeitsmarkt beinhaltet. Die Länder beraten über mehr Sach- anstelle von Geldleistungen.

<sup>4</sup> ZDF Politbarometer Extra, 29. September 2023, CDU legt in Hessen zu – CSU in Bayern schwach

<sup>5</sup> Handelsblatt, 9. Oktober 2023, Söder will Koalition mit Freien Wählern fortsetzen

<sup>6</sup> SZ, 8. Oktober 2023, Die große Boris-Show

<sup>7</sup> Spiegel, 8. Oktober 2023, Nancy Faesers Debakel in Hessen, „Ich konnte euch leider nicht helfen“



## Eine Double-Dip-Rezession

Anstehende Landtagswahlen im Jahr 2024 **11**

Datum	Landtagswahlen in ...	Regierungs- koalition
1. Sept.	Sachsen	
1. Sept.	Thüringen	Minderheits- regierung
22. Sept.	Brandenburg	

\* Politische Parteien  
 CDU SPD Grüne Linke

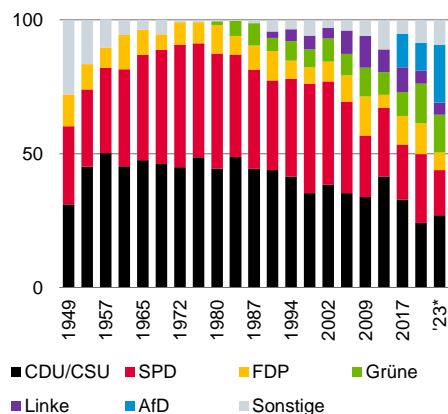
Quelle: Wahlrecht.de

**Weitere Auswirkungen auf die Bundespolitik – noch mehr Fiskalkonservatismus auf EU-Ebene?** Die Wahlsiege der CDU werden ihren politischen Einfluss als wichtigste Oppositionspartei nicht merklich erhöhen, da die Zusammensetzung des Bundesrates unverändert bleiben dürfte. Für die Bundesregierung dürfte es weder einfacher noch schwieriger werden, Gesetze, die die Länder betreffen (z.B. Steuerpolitik), im Bundesrat zu verabschieden. Für die FDP setzt sich die Serie der Wahlniederlagen fort:<sup>8</sup> Die Partei schafft den Wiedereinzug in den hessischen Landtag voraussichtlich nur sehr knapp und verpasst ihn in Bayern. Daher dürfte die FDP ihr fiskalkonservatives Profil weiter stärken, was eine Einigung über die neuen EU-Fiskalregeln bis zum Jahresende erschweren könnte, wie Finanzminister Lindner bereits in Santiago de Compostela andeutete.<sup>9</sup> Das schwache Abschneiden der SPD-Spitzenkandidatin Faeser in Hessen, wo sie mit der SPD lediglich einen Stimmenanteil von 15,1% erreichte, könnte sie in ihrer Funktion als Bundesinnenministerin schwächen. Nachdem ihr die Parteispitze ihre Unterstützung ausgesprochen hat, wird sie aber Teil des Scholz-Kabinetts bleiben.<sup>10</sup>

## Politische Landschaft im Wandel

Deutschlands Parteienlandschaft im Wandel **12**

Zweitstimmenanteile bei Bundestagswahlen, in %



\* 7-Tage Umfragemittelwert, 30. September 2023

Quellen: Bundeswahlleiter, Wahlrecht.de, Deutsche Bank

**Zunehmend zersplittertes Parteiensystem – steht die Gründung einer neuen linken Partei an?** Die anhaltende Fragmentierung der politischen Landschaft (Grafik 12) könnte sich weiter beschleunigen, sollte Sahra Wagenknecht eine neue Partei gründen. Die Partei würde sich an wirtschaftspolitisch linke, aber sozial konservative Wähler wenden. Wagenknecht hat angedeutet, dass sie bis Ende des Jahres eine Entscheidung bekannt geben wird. Die größte Herausforderung scheint im Moment der Aufbau der Parteistrukturen zu sein. Die neue Partei könnte dann zur Wahl des Europäischen Parlaments im Juni 2024 antreten, bevor sie im Herbst 2025 für den Bundestag kandidiert.<sup>11</sup> Umfragen schätzen das hypothetische Wählerpotential der neuen Linkspartei auf 20%<sup>12</sup>. Dies ist etwas höher als das der bestehenden Linkspartei.<sup>13</sup> Da nur 6% der Befragten angeben, dass sie die neue Partei auf jeden Fall wählen würden, bleibt abzuwarten, ob diese potenzielle neue Linkspartei dann an der 5%-Hürde für den Einzug ins Parlament scheitern würde. Die 5%-Klausel ist ein zentraler Mechanismus, der die politische Fragmentierung in Deutschland begrenzt. Sie könnte auch die Freien Wähler daran hindern, sich als nationale Partei zu etablieren, was die Partei nach dem Wahlerfolg in Bayern anzustreben scheint.<sup>14</sup>

**Ein Erstarken der politischen Ränder würde zusätzlichen Druck auf die politische Mitte ausüben.** Die Gründung einer neuen linken Partei würde in erster Linie die bestehende Linke schwächen. Das Ausscheiden von Abgeordneten würde die Fraktion ins Wanken bringen und die bestehende Linkspartei würde 2025 wahrscheinlich nicht in den Bundestag einziehen können. Es ist eher unwahrscheinlich, dass die neue Linkspartei die AfD schwächen würde, selbst wenn sie einen Teil der AfD-Wähler mit einem Anti-Migrationskurs anziehen könnte. Eine Stärkung der politischen Ränder würde zusätzlichen Druck auf die politische Mitte ausüben und die Regierungsbildung noch komplexer machen.

<sup>8</sup> Die FDP verpasste den Wiedereinzug ins Berliner Abgeordnetenhaus im Februar 2023 und in den niedersächsischen Landtag im Oktober 2022. Zudem verlor die FDP auch Stimmenanteile bei den Regionalwahlen in Bremen (Mai 2023), Nordrhein-Westfalen und Schleswig-Holstein (Mai 2022, vgl. Wahlrecht.de).

<sup>9</sup> DW, 15. September 2023, Lindner: Deutsche Wirtschaft trotz Rezession stark

<sup>10</sup> Spiegel, 9. Oktober 2023, Scholz hält nach Wahlschlappe in Hessen an Innenministerin Faeser fest

<sup>11</sup> Welt, 24. September 2023, Gründe deine Partei, aber mache es jetzt; Augsburgener Allgemeine, 24. September 2023, Sahra Wagenknecht – die Frau, auf die viele hoffen und vor der noch mehr zittern

<sup>12</sup> Handelsblatt, 25. September 2023, Umfrage sieht hohes Wählerpotential für Wagenknecht-Partei

<sup>13</sup> INSA schätzt ein maximales Wählerpotential von 15% für die Linke

<sup>14</sup> SZ, 8. Oktober 2023, Freie Wähler, Das Rathaus ist nicht genug



## Eine Double-Dip-Rezession

---

Mehrparteienkoalitionen über die politischen Lager hinweg sind bereits wahrscheinlicher geworden und Deutschland wird wahrscheinlich weiterhin von Dreierkoalitionen regiert werden. Dies impliziert eine Fortsetzung der konsensorientierten Politik und einen Trend zu Kompromissen in Sinne des kleinsten gemeinsamen Nenners, was die Wahrscheinlichkeit weitreichender Strukturreformen verringert.

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

Ursula Walther (+44 203 281-4564, [ursula.walther@db.com](mailto:ursula.walther@db.com))



## Geldpolitik: Eine geduldige EZB

- Eine echte Rezession wird in der EWU wahrscheinlich vermieden werden, und die Überzeugung, dass die Inflation nachhaltig zum Ziel zurückkehrt, wird sich nur langsam durchsetzen.
- Wir gehen weiterhin von einer längeren Pause der EZB aus. Die EZB dürfte ihre Leitzinsen im September – möglicherweise schon im Juni – senken und erst 2025 allmählich auf ein neutrales Niveau zurückführen.

Die EZB hat ihren Einlagensatz im September um 25 Basispunkte auf 4,00% angehoben. Steigende Energiepreise könnten sich in höheren Löhnen und Inflationserwartungen niederschlagen, aber 4,00% dürfte in diesem Zyklus der Höchstsatz sein. Da der HVPI nun rasch sinkt, dürfte sich das Restrisiko einer weiteren Anhebung rasch verflüchtigen. Die Frage ist, wie lange die Leitzinsen bei 4,00% verharren werden. Das realistische Zeitfenster für die erste Senkung ist März bis September 2024. Für eine Zinssenkung im März wäre aber eine ausgeprägte Rezession erforderlich. Dies ist nicht unsere Basisprognose – obwohl es Risiken in dieser Richtung gibt und die Vermeidung eines Arbeitskräfteabbaus notwendige Bedingung für die Vermeidung eines deutlichen Wirtschaftseinbruchs ist.

### Wir gehen davon aus, dass die EZB die Zinsen für einen längeren Zeitraum beibehält

Es gibt mehrere Gründe, warum eine längere Pause wahrscheinlicher ist. 1.) die große Unsicherheit. Die Entwicklung von Wirtschaft, Transmission und Inflation ist unsicherer denn je. Die Pandemie, geopolitische Spannungen und der Klimawandel sind strukturelle Schocks. Inflationsmodelle, die anhand historischer Daten kalibriert wurden, sind daher unzuverlässiger. Da die Inflation über dem Zielwert liegt und die Inflationserwartungen nicht fest verankert sind, dürfte die EZB dazu neigen, die Zinsen länger hoch zu halten. 2.) Strukturelle Inflationspersistenz. Die verbreiteten, mehrjährigen Lohnabschlüsse verleihen der Inflation in jedem Fall eine gewisse Persistenz. Im Zusammenhang mit einem großen Preisschock und einem großen Aufholprozess bei den Reallöhnen besteht die Gefahr, dass ein Anstieg der Lohninflation um 4-5% über mehrere Jahre zu Zweitrundeneffekten führt. 3.) Historische Erfahrungen. Die Bundesbank war bei den Ölschocks der 1970er Jahre erfolgreicher in der Bekämpfung der Inflation als andere Zentralbanken in Europa, da sie ihre Zinssätze über längere Zeiträume hoch gehalten hat. Die EZB könnte sich im aktuellen Umfeld an dieser Erfahrung orientieren.

Wir gehen davon aus, dass die EZB die Leitzinsen bis September 2024 beibehalten wird, um sie dann um 25 Basispunkte pro Quartal zu senken, bis sie Ende 2025 bei 2,50% liegen. Das vorsichtige Tempo spiegelt unsere Erwartung wider, dass die EZB ab Ende 2024, wenn die Inflationsrate unter 2% sinkt, allmählich zu der Überzeugung gelangt, dass sich die Inflation nachhaltig auf das Zielniveau zubewegt hat, sodass sie den restriktiven geldpolitischen Kurs allmählich lockern kann. Mit 2,50% bleiben die Leitzinsen in unserem Basisszenario etwas über ihrem neutralen Niveau von 1,50-2,00%. Dies spiegelt unsere Ansicht wider, dass die Inflationsverlangsamung unter 2% in den Jahren 2024-2025 nicht von Dauer ist und dass die mittelfristigen Inflationsprognosen leicht über dem Zielwert bleiben werden. Im Rahmen unseres Basisszenarios für Wachstum und Inflation ist es möglich, dass die erste Zinssenkung bereits im Juni 2024 erfolgt. Für eine noch frühere Zinssenkung ist eine harte Landung erforderlich.



## Mehr QT – auch wenn die Leitzinsen sinken

Da der geldpolitische Kurs in den Jahren 2024 und 2025 voraussichtlich restriktiv bleiben wird, erwarten wir, dass die EZB mehr QT durchführen wird, selbst wenn die Leitzinsen sinken. QT würde nur dann pausieren, wenn die EZB zu einem stimulierenden geldpolitischen Kurs übergehen muss. Da die Option flexibler PEPP-Reinvestitionen ein wichtiges Instrument gegen die Fragmentierung ist, wird die EZB unserer Meinung nach zögern, vor Ende 2024 aus den PEPP-Reinvestitionen auszusteigen. Um die QT weiter voranzutreiben, sind daher direkte Verkäufe aus dem APP-Portfolio erforderlich. Weiteres QT wird die Kosten der EZB-Bilanz senken. Es ist möglich, dass die EZB auch weitere „kosteneffiziente“ Änderungen bei der Durchführung der Geldpolitik vornimmt. Diese könnten in ihrem Umfang relativ begrenzt sein. Die EZB ist verpflichtet, die Verhältnismäßigkeit – einschließlich der Kosteneffizienz – ihres geldpolitischen Kurses und der Art und Weise, wie er umgesetzt wird, kontinuierlich zu bewerten. Änderungen aus Gründen der Kosteneffizienz dürfen jedoch den gewünschten geldpolitischen Kurs nicht beeinträchtigen. Derzeit besteht der gewünschte geldpolitische Kurs darin, einen ausreichend restriktiven Kurs für eine ausreichend lange Zeit beizubehalten. Nachdem die EZB den Leitzins im September auf 4,00% angehoben hat, ist sie der Ansicht, dass der Kurs nun ausreichend restriktiv ist. Weiteres QT dürfte daher nur am Rande eine Rolle spielen.

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

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





## Eine Double-Dip-Rezession

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
24.10.2023	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Oktober	41,0	39,6
24.10.2023	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Oktober	51,0	50,3
25.10.2023	10:00	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Oktober	86,0	85,7
30.10.2023	10:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Schnellmeldung	Q3 2023	-0,3	0,0
30.10.2023	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj.)	Oktober	3,9	4,5
30.10.2023	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vm.)	Oktober	0,1	0,3
30.10.2023	14:00	VPI ohne Energie und Nahrungsmittel (% gg. Vj.)	Oktober	4,5	4,6
30.10.2023	14:00	VPI ohne Energie und Nahrungsmittel (% gg. Vm.)	Oktober	0,3	0,2
31.10.2023	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Oktober	0,8	-1,2
02.11.2023	9:55	Arbeitslosenrate (% sb.)	Oktober	5,7	5,7
03.11.2023	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	September	0,0	-1,2
03.11.2023	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	September	1,0	-0,4
03.11.2023	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	September	15,5	16,6
06.11.2023	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	September	-1,5	3,9
07.11.2023	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	September	0,6	0,5

\*Ist. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

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

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



## Eine Double-Dip-Rezession

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	5,375	-0,10	4,00	5,25					5,75	12,09	7,00
Dec-23	5,375	-0,10	4,00	5,25					5,25	10,00	6,75
Mar-24	5,375	0,10	4,00	5,25					4,50	7,75	5,75
Jun-24	4,875	0,10	4,00	5,00					3,75	6,00	4,75

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	5,66	0,02									
Dec-23	4,75	0,00									
Mar-24		0,00									
Jun-24		0,00									

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	4,56	0,76	2,72	4,32							
Dec-23	4,40	0,70	2,60	4,00							
Mar-24	4,25	0,70	2,50	4,00							
Jun-24	4,10	0,80	2,50	3,95							

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,06	149,13	0,86	1,23	0,96	11,57		11,52	4,53	386,70	24,53
Dec-23	1,07	145,00	0,88	1,22	0,98	11,50		11,00	4,80	395,00	25,00
Mar-24											
Jun-24	1,15	130,00	0,90	1,28	0,98	11,25		10,75			

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



## Eine Double-Dip-Rezession

Deutschland: Datenmonitor

	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Apr 2023	Mai 2023	Jun 2023	Jul 2023	Aug 2023	Sep 2023
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	87,7	86,9	91,2	91,3	86,3	93,5	91,7	88,6	87,4	85,8	85,7
ifo Geschäftserwartungen	79,4	80,3	88,0	88,0	83,1	91,8	88,5	83,8	83,6	82,7	82,9
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	89,6	88,8	94,3	93,0	86,3	96,5	93,5	89,1	87,1	85,8	85,9
Produktion (% gg. Vp.)	0,8	0,0	1,1	-0,6		0,4	0,2	-0,9	-1,5	0,5	
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-0,3	-3,5	0,0	0,5		0,1	6,2	7,6	-11,3	3,9	
Grad der Kapazitätsauslastung	85,1	84,9	84,6	84,2	82,9						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	-1,1	-0,8	3,6	-0,8		1,2	0,7	-3,4	2,1	-3,5	
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-2,6	-1,0	-4,0	2,0		-1,3	3,5	-2,0	9,6		
ifo Bauhauptgewerbe	92,7	90,3	91,7	92,0	87,0	93,0	92,0	90,9	89,0	86,4	85,6
<b>Konsumentennachfrage</b>											
<b>EC Konsumentenbefragung</b>											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-26,2	-25,1	-17,4	-13,3	-14,8	-13,2	-13,0	-13,7	-13,5	-15,2	-15,8
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-0,4	-2,2	-0,2	0,8		0,4	1,2	-0,8	0,0	-1,2	
	0,5	29,6	6,5	19,3	17,7	12,6	19,2	24,8	18,1	37,3	-0,1
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	1,6	-5,3	1,7	-0,5		-0,8	6,8	12,0	-12,7	3,9	
Exporte (% gg. Vp.)	2,1	-0,4	-0,6	-1,0		1,3	0,2	0,5	-1,9	-1,2	
Importe (% gg. Vp.)	3,1	-5,5	-4,7	-2,1		0,4	1,5	-2,9	-1,3	-0,4	
Nettoexporte (EUR Mrd.)	10,4	30,4	45,7	49,4		16,1	14,6	18,7	17,7	16,6	
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	5,5	5,5	5,5	5,6	5,7	5,6	5,6	5,7	5,7	5,7	5,7
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	151,7	34,0	6,3	59,0	43,3	25,0	12,0	31,0	2,0	20,0	10,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,1	1,1	0,9	0,7		0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	
ifo Beschäftigungsbarometer	100,6	99,0	99,8	98,8	96,6	100,1	98,1	98,3	97,1	97,0	95,8
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	9,4	10,8	8,8	6,9	5,7	7,6	6,3	6,8	6,5	6,4	4,3
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	3,8	5,2	5,5	5,6	5,8	5,6	5,1	6,1	6,2	6,3	4,8
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)											
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	12,4	1,9	-15,0	-23,5		-24,9	-25,1	-20,2	-15,5	-18,3	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	98,7	89,6	84,2	78,6	86,0	84,1	76,4	75,5	80,2	85,2	92,6
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	53,3	42,9	26,3	21,5	22,4	23,8	22,8	17,9	19,5	23,4	24,4
EC Unternehmensumfrage	56,2	49,3	26,2	9,8	3,7	14,6	8,8	6,1	3,4	2,8	5,0
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	2,8	5,3	6,1	7,4							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,9	4,1	5,5	6,2							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	1,3	6,4	5,2	5,9							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	6,8	5,1	3,0	2,0		3,1	2,8	2,0	0,8	-0,8	
Trend von M3*						3,0	2,6	1,9	0,7		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	8,2	6,8	5,5	4,0		5,0	4,7	4,0	3,0	0,0	
Kredite an öffentliche Haushalte	18,5	7,3	-7,1	-9,2		-7,7	-6,0	-9,2	-3,1	-5,4	

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

Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bundesbank, Europäische Kommission, Eurostat, Statistisches Bundesamt, HWWI, ifo, S&P Global, HCOB



## Ausblick Deutschland

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

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

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

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

- ▶ Eine Double-Dip-Rezession ..... 17. Oktober 2023
- ▶ „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung ..... 27. Juli 2023
- ▶ 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

© Copyright 2023. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

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

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

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

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