



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

30. September 2019

Autoren

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

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

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

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

Editor

Stefan Schneider

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

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis	Seite
Prognosen	2
Ein grüner Kurswechsel in der deutschen Fiskalpolitik.....	3
Deutschland in technischer Rezession – kein fiskalischer Aktionismus zu erwarten	17
Deutscher Arbeitsmarkt: Konjunkturelle Schwäche hinterlässt ihre Spuren.....	19
Deutsche Industrieproduktion dürfte 2019 um 4% sinken – leichtes Plus im Jahr 2020	22
Deutsche Automobilkonjunktur: Die Talsohle rückt in Sicht.....	24
EZB: Staffelübergabe an Brüssel und Berlin	28
DB Makro-Überraschungsinde	
Deutschland	33
Datenkalender.....	34
Datenmonitor.....	35
Finanzmarktprognosen	36

Original in englischer Sprache: 26.09.2019

Ein (grüner) Kursschwenk in der deutschen Fiskalpolitik? Das Klimaschutzprogramm ändert nichts an der grundsätzlichen Ausrichtung der deutschen Fiskalpolitik, da die zusätzlichen Ausgaben für den Klimaschutz größtenteils durch zusätzliche Einnahmen gegenfinanziert werden sollen. Die von dem Paket ausgehenden ökologischen Lenkungswirkungen dürften aufgrund des anfänglich recht niedrigen CO₂-Preises begrenzt sein. Die mit dem Klimapaket verknüpften Erwartungen einer massiven fiskalischen Lockerung haben sich als unrealistisch herausgestellt. Wir halten an unserer Einschätzung fest, dass die Regierung nur im Falle einer schweren Rezession ein Konjunkturpaket schnüren dürfte. Dennoch wird der deutsche Haushaltsüberschuss 2019/20 deutlich abschmelzen.

Deutschland in technischer Rezession – kein fiskalischer Aktionismus zu erwarten. Für Q3 erwarten wir eine Kontraktion des BIP um ½% gg. Vq. Damit rutscht die deutsche Wirtschaft in eine technische Rezession. Da privater Konsum und Bausektor aber weiter für Wachstumsimpulse sorgen, ist 2020 mit einer Stabilisierung zu rechnen. Dies setzt allerdings voraus, dass die geopolitischen Risiken nicht weiter eskalieren. Ein staatliches Konjunkturprogramm für das Jahr 2020 ist unter diesen Annahmen eher unwahrscheinlich.

Deutscher Arbeitsmarkt: Konjunkturelle Schwäche hinterlässt ihre Spuren. Der robuste deutsche Arbeitsmarkt war bisher ein Stabilitätsanker in den konjunkturellen Unbilden der letzten 12 Monate. Nach den Rekordmeldungen der vergangenen Monate wirft die gegenwärtige Schwächephase der deutschen Wirtschaft aber die Frage auf, wie lange die komfortable Situation noch anhalten wird.

Deutsche Industrieproduktion dürfte 2019 um real 4% sinken (zuvor: -1,5%). – leichtes Plus im Jahr 2020. Wegen der anhaltenden Handelskonflikte sowie der Brexit-Unsicherheiten wird die Industrieproduktion bis zum Jahresende auf niedrigem Niveau bestenfalls seitwärts tendieren. Die außenwirtschaftlichen Störfelder dürften auch 2020 noch dämpfend auf die globale Investitionstätigkeit und damit auf die Dynamik der deutschen Industriekonjunktur wirken. Bleibt jedoch eine weitere Eskalation aus, könnten Nachhol- und Lagereffekte sowie eine allmähliche Erholung der globalen Automobilnachfrage dafür sorgen, dass die inländische Produktion im Gesamtjahr um 0,5% steigt.

Deutsche Automobilkonjunktur: Die Talsohle rückt in Sicht. Die Stimmungsindikatoren in der deutschen Automobilindustrie sind noch immer schwach. Allerdings haben sich die Auftragseingänge zuletzt stabilisiert. Zudem sind die Produktionserwartungen in den positiven Bereich zurückgekehrt. Die inländische Fertigung sowie die Exporte werden im Gesamtjahr 2019 deutlich sinken. Gleichwohl dürfte der Tiefpunkt im Konjunkturzyklus allmählich erreicht sein.

EZB: Staffelübergabe an Brüssel und Berlin. Aus unserer Sicht dürfte die EZB mit den jüngsten Lockerungsmaßnahmen ihr Pulver weitgehend verschossen haben. Die Wirkung auf die Realwirtschaft dürfte begrenzt bleiben. Es besteht die Hoffnung, dass der Staffelstab nun von der Fiskalpolitik aufgenommen wird.



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P
Euroland	1,9	1,1	0,8	1,8	1,2	1,2	2,9	2,3	2,0	-0,5	-0,9	-1,0
Deutschland	1,5	0,3	0,7	1,7	1,5	1,3	7,3	6,5	6,1	1,9	1,0	0,4
Frankreich	1,7	1,3	1,1	2,1	1,3	1,4	-0,7	-0,3	-0,2	-2,5	-3,2	-2,4
Italien	0,7	0,1	0,6	1,2	0,7	0,8	2,5	2,5	2,3	-2,1	-1,9	-2,0
Spanien	2,4	2,1	1,5	1,7	0,8	0,9	0,9	0,6	0,5	-2,5	-2,2	-2,2
Niederlande	2,6	1,8	1,6	1,6	2,8	1,9	10,8	9,9	9,7	1,5	0,7	0,2
Belgien	1,4	1,1	0,8	2,3	1,3	1,4	-1,3	-0,5	0,0	-0,7	-1,4	-1,8
Österreich	2,6	1,5	1,2	2,1	1,4	1,5	2,3	2,1	2,1	0,1	0,3	0,3
Finnland	1,7	1,2	0,9	1,2	1,2	1,2	-1,4	-1,5	-1,0	-0,7	-0,6	-1,1
Griechenland	1,9	1,4	1,5	0,8	0,3	0,3	-2,9	-2,0	-1,5	1,1	1,1	1,0
Portugal	2,1	1,8	1,3	1,2	0,3	0,5	-0,4	-0,8	-1,1	-0,5	-0,4	-0,2
Irland	8,3	5,3	2,5	0,7	0,8	0,7	10,6	8,5	8,0	0,0	0,7	0,0
Großbritannien	1,4	1,2	1,3	2,5	1,9	1,9	-3,9	-3,8	-3,7	-1,1	-2,3	-2,4
Dänemark	1,5	1,8	1,6	0,7	0,9	1,2	5,8	6,6	6,4	-0,3	0,4	-0,1
Norwegen	1,6	2,4	1,9	2,8	2,3	1,8	7,2	7,0	6,5	8,1	7,5	7,2
Schweden	2,4	1,4	1,3	2,0	1,7	1,7	1,7	4,0	3,8	1,7	0,6	0,4
Schweiz	2,8	0,9	1,6	0,9	0,6	0,7	10,5	10,1	10,0	0,9	1,1	1,1
Tschech. Rep.	2,9	2,5	2,4	2,1	2,9	2,3	0,3	0,4	0,2	0,9	0,3	0,1
Ungarn	4,9	4,5	3,2	2,9	3,3	3,3	0,4	0,1	0,3	-2,2	-1,7	-1,6
Polen	5,1	4,3	3,7	1,7	2,4	3,0	-0,6	-0,8	-0,8	-0,3	-1,4	-1,5
USA	2,9	2,2	1,5	2,4	1,7	1,9	-2,4	-3,2	-3,5	-3,8	-4,5	-4,6
Japan	0,8	0,8	-0,2	1,0	0,6	0,6	3,5	3,5	4,1	-2,3	-2,2	-2,2
China	6,6	6,2	5,9	2,1	2,5	2,6	0,4	1,5	1,1	-4,2	-4,5	-5,0
Welt	3,8	3,1	3,2	3,3	3,0	3,0						

*Inflationsdaten für EU-Länder basieren auf harmonisierten Verbraucherpreisindizes außer bei Deutschland. 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.

	2017	2018	2019P	2020P	2019				2020			
					Q1	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	2,5	1,5	0,3	0,7	0,4	-0,1	-0,5	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Privater Konsum	1,3	1,3	1,3	0,8	0,8	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Staatsausgaben	2,4	1,4	1,8	1,2	0,8	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	2,5	3,5	2,9	2,0	1,6	-0,1	0,1	0,2	0,5	0,4	0,4	0,5
Ausrüstungen	4,0	4,4	1,8	0,4	1,4	0,6	-0,6	-0,7	0,3	0,0	0,0	0,3
Bau	0,7	2,5	3,8	3,4	2,5	-1,0	0,4	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7
Lager, %-Punkte	0,5	0,3	-0,4	-0,3	-0,6	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Exporte	4,9	2,1	0,5	0,6	1,8	-1,3	-0,7	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Importe	5,2	3,6	2,4	1,8	0,9	-0,3	0,2	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Nettoexport, %-Punkte	0,3	-0,4	-0,8	-0,5	0,2	-0,1	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Konsumentenpreise*	1,5	1,7	1,5	1,3								
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,2	5,0	5,1								
Industrieproduktion**	2,9	1,1	-4,0	0,5								
Budgetsaldo, % BIP	1,2	1,9	1,0	0,4								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	64,5	60,9	59,1	57,1								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	8,1	7,3	6,5	6,1								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	261,2	241,4	219	212								

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

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

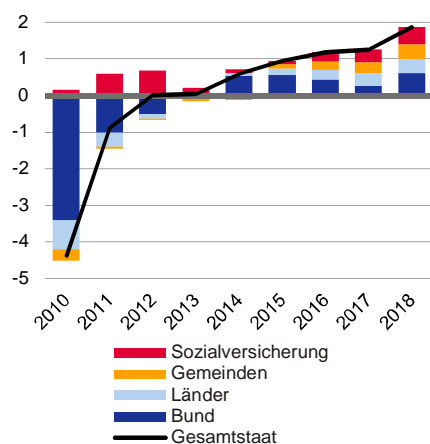


Ein (grüner) Kurswechsel in der deutschen Fiskalpolitik?

Der gesamtstaatliche Haushalt verzeichnet schon seit 2012 Überschüsse

1

Finanzierungssaldo des Gesamtstaates (VGR), % des BIP

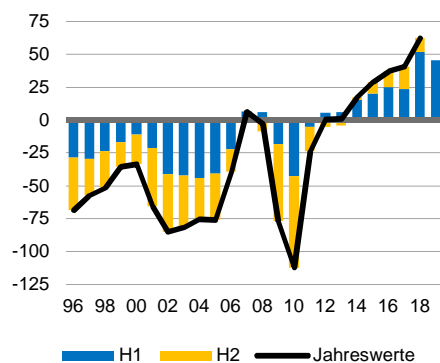


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Der gesamtstaatliche Überschuss lag im ersten Halbjahr 2019 unter dem Vergleichswert aus dem Vorjahr

2

Finanzierungssaldo des Gesamtstaates (VGR), EUR Mrd.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

- Angesichts der zumindest technischen Rezession in Deutschland und der Pläne der Regierung zur Verabschiedung eines umfassenden Pakets, um die ehrgeizigen nationalen ökologischen Ziele zu erreichen, verdichten sich die Spekulationen, dass Deutschland schließlich nachgeben und eine entscheidende Lockerung der Haushaltspolitik einleiten wird.
- Die Fiskalpolitik wird bereits deutlich gelockert. Die „schwarze Null“ steht lediglich auf dem Papier. Innerhalb von zwei Jahren wird der strukturelle Finanzierungssaldo des Bundes von einem Überschuss in Höhe von EUR 7,5 Mrd. (2018) in ein Defizit von mehr als EUR 16 Mrd. (2020) rutschen; das entspricht einer Verschlechterung um 0,7 Prozentpunkte des BIP in nur zwei Jahren. Im gleichen Zeitraum wird sich der strukturelle Finanzierungssaldo des Gesamtstaates (alle staatlichen Ebenen einschließlich der Sozialversicherungen) allein in diesem Jahr voraussichtlich um circa 0,7 Prozentpunkte des BIP verschlechtern. 2020 dürfte er sich um weitere 0,3 Prozentpunkte verschlechtern.
- Die (nominale) Wachstumsrate der gesamten öffentlichen Anlageinvestitionen in Deutschland liegt derzeit bei rund 8 ½%. Preisbereinigt fällt das Wachstum aber mit 4 ½% deutlich niedriger aus. Der Kapazitätsmangel im Baugewerbe hat zu einer Preissteigerung von circa 4% bei öffentlichen Investitionen geführt. Weitere Ausgaben würden daher die Preise nur weiter in die Höhe treiben, aber effektiv nur wenig bewirken.
- Das Klimapaket ändert nichts an der grundsätzlichen Ausrichtung der deutschen Fiskalpolitik. Das Klimaschutzprogramm sieht über die nächsten vier Jahre zusätzliche staatliche Ausgaben in Höhe von EUR 54 Mrd. (kumuliert über den Zeitraum 2020-23) vor. Diese Summe entspricht etwa 1,6% vom diesjährigen BIP. Trotz dieser Mehrausgaben dürfte das Programm zum größten Teil sich selbst finanzieren, da es ebenso zusätzliche Staatseinnahmen vorsieht. Der von dem Paket ausgehende fiskalische Impuls dürfte im Jahr 2020 mit lediglich 0,05 Prozentpunkten vom BIP bescheiden ausfallen und daher am unteren Rand unserer zuvor abgeschätzten Bandbreite von 0,1 und 0,25 Prozentpunkten liegen. Insgesamt dürfte von dem Paket daher auch kein nennenswerter Effekt auf das Wachstum im nächsten Jahr ausgehen.
- Antizyklische Maßnahmen nur im Falle einer schweren Rezession. Solange Deutschland sich nicht in einer schweren Rezession befindet – wofür unserer Auffassung nach ein BIP-Rückgang um circa 1% und eine Erhöhung der Arbeitslosenquote um mindestens 0,75 Prozentpunkte erforderlich wären – erwarten wir kein antizyklisches finanzpolitisches Maßnahmenpaket.

Ruf der Keynesianer aus dem Ausland: Mehr Geld, höheres Wachstum, höhere Inflation

In den letzten Jahren haben Politiker und Ökonomen aus dem Ausland gefordert, dass Deutschland die öffentlichen Ausgaben und Investitionen erhöht, um seine Wachstumsrate zu erhöhen. Dabei haben sie auf die deutschen Haushalts- und Leistungsbilanzüberschüsse sowie auf die relativ niedrige Investitionsquote der öffentlichen Hand hingewiesen. Aus dieser Perspektive sind die deutschen Finanzierungs- und Leistungsbilanzüberschüsse das Ergebnis zu niedriger Ausgaben und Investitionen, was nicht nur das aktuelle Wachstum der Weltwirtschaft und der anderen EWU-Staaten schwächt, sondern auch Deutschlands zukünftiges Wachstumspotenzial belastet.



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Die Markterwartungen hinsichtlich einer Kursänderung in der deutschen Fiskalpolitik hatten zuletzt vor dem Hintergrund einer erhöhten Rezessionsgefahr im Euroraum und der Erkenntnis, dass die EZB die Grenzen bei der Geldpolitik erreicht hat, einen Höhepunkt erreicht. Nach der letzten EZB-Ratssitzung sendete zudem der scheidende Präsident Draghi die Botschaft – und die damit verbundene Aufforderung – aus, dass die Finanzpolitik nunmehr das „wichtigste Instrument sein sollte“, um das Wirtschaftswachstum im Euroraum anzukurbeln.

Es ist richtig, dass die deutsche Regierung in den letzten sieben Jahren Haushaltsüberschüsse verzeichnet hat.¹ Im Jahr 2019 hat sich der Haushaltsüberschuss des Gesamtstaates (einschließlich aller Regierungsebenen und der Sozialversicherungsfonds; volkswirtschaftliche Gesamtrechnung) mit EUR 62,4 Mrd. (oder 1,9% des BIP) auf den höchsten Stand seit der Wiedervereinigung erhöht (siehe Grafik 1). Trotz des derzeitigen Wirtschaftsabschwungs erzielten die öffentlichen Haushalte im ersten Halbjahr 2019 einen hohen, jedoch sinkenden Überschuss von EUR 45 Mrd. (siehe Grafik 2). Die Aussicht, dass die öffentliche Schuldenquote von Deutschland schließlich bis zum Jahresende unter die Maastricht-Marke von 60% fallen wird, ist weiteres Wasser auf die Mühlen der Kritiker der deutschen Fiskalpolitik und ein vermeintlich weiterer Beleg, dass diese überkonservativ ausgerichtet ist. Diese Kritiker erkennen jedoch häufig nicht an, dass

1. die deutschen Staatsfinanzen mit schweren mittel- bis langfristigen Herausforderungen aufgrund der alternden Bevölkerung konfrontiert sind,
2. das öffentliche Haushaltsergebnis Deutschlands viel schlechter gewesen wäre, wenn die Zinssätze und somit der Zinsaufwand des Staates im letzten Jahrzehnt nicht derart drastisch gefallen wären, und
3. die Finanzpolitik Deutschlands bereits erheblich gelockert wird (einschließlich eines starken Anstiegs bei den öffentlichen Investitionen) und infolgedessen der staatliche Haushaltsüberschuss in den nächsten beiden Jahren deutlich zusammenschmelzen wird.

Die Debatte innerhalb Deutschlands: Die nationale Schuldenbremse wird infrage gestellt, um weitere Investitionen zu finanzieren

Mittlerweile hat die „finanzpolitische Debatte“ auch Deutschland zu einem Zeitpunkt erreicht, an dem sich die Konjunktur erheblich abschwächt, Abwärtsrisiken die Prognosen dominieren und das Land mit zahlreichen strukturellen Herausforderungen konfrontiert ist.

Diese umfassen zum Beispiel:

1. den verstärkten Fachkräftemangel und ein sinkendes Wachstumspotenzial aufgrund ungünstiger demografischer Entwicklungen,

¹ Das Statistische Bundesamt veröffentlichte im August die Ergebnisse einer grundsätzlichen Überarbeitung der Daten der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (Generalrevision 2019). Diese Überprüfung findet üblicherweise alle fünf Jahre statt und wurde zuletzt 2014 durchgeführt. Vornehmlich aus zwei Gründen wurden nunmehr die Einnahmen- und Ausgabendaten des Staatssektors nachträglich bis einschließlich zum Jahr 1991 revidiert. Erstens wurden die öffentlichen Rundfunkanstalten dem Staatssektor zugerechnet. Zweitens kam es zu Änderungen bei der Verbuchung der Versteigerungserlöse für Mobilfunkfrequenzen (insbesondere UMTS). Diese werden fortan als Pachteinnahmen über den gesamten vertraglich vereinbarten Nutzungszeitraum verbucht. Zuvor wurden diese Erlöse grundsätzlich in dem Jahr der Frequenzversteigerung verbucht. Auf Grundlage der revidierten Zahlen hatte der Staatssektor bereits in den Jahren 2012/13 geringe Haushaltsüberschüsse von EUR 0,3 Mrd. bzw. EUR 1,1 Mrd. erwirtschaftet (statt der zuvor vermeldeten leichten Defizite von EUR 0,9 Mrd. bzw. 4,0 Mrd.).



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

2. den daraus resultierenden zunehmenden Druck auf die mittel- bis langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung ab 2025,
3. die Notwendigkeit von Investitionen in die digitale Infrastruktur und Bildung, um den digitalen Strukturwandel der Wirtschaft erfolgreich zu bewältigen, und
4. die Förderung einer umweltfreundlicheren, aber dennoch bezahlbaren Stromversorgung, um dem Klimawandel entgegenzuwirken.

Es wird nicht nur das von der Großen Koalition selbst festgelegte finanzpolitische Ziel der sogenannten „schwarzen Null“ (d. h. keine neue Nettokreditaufnahme im Kernhaushalt des Bundes) infrage gestellt, sondern es werden auch Stimmen laut, die entweder die Abschaffung der nationalen Schuldenbremse verlangen oder zumindest einige Änderungen fordern, um zusätzliche fiskalische Spielräume zu schaffen. Die Argumentation fußt auf zwei Behauptungen: (1) Die Schuldenbremse verhindere Investitionen in wachstumsfördernde Infrastruktur (z.B. in Gebäude, Autobahnen, Schulen, grüne/digitale Infrastruktur) und (2) die Schuldenbremse schränke den Handlungsspielraum der Regierung für eine antizyklische Haushaltspolitik ein.

Unserer Auffassung nach sind beide Argumente unbegründet. Erstens ist die Schuldenbremse an sich keine „Investitionsbremse“, da sie die Regierung nicht daran hindert, zusätzliche öffentliche Ausgaben beziehungsweise Investitionen, die als wichtig betrachtet werden (wie z.B. Maßnahmen zur Abschwächung des Klimawandels) über (Steuer-) Einnahmenerhöhungen und/oder Anpassungen auf der Ausgabenseite zu finanzieren. Zweifelsfrei zwingt die nationale Schuldenbremse die politischen Entscheidungsträger zu einer klaren Prioritätensetzung in der Haushaltspolitik, da sie verlangt, dass Ausgaben über entsprechende Einnahmen finanziert werden müssen. Daher können finanzielle Angelegenheiten nicht mehr über immer weiteres Schuldenmachen – wie in der Vergangenheit oftmals geschehen – in die ferne Zukunft verschoben werden.² Zweitens ermöglicht die Schuldenbremse dem Bund, dass die gut funktionierenden automatischen Stabilisatoren bei einer Konjunkturabschwung greifen können. So würde eine negative Produktionslücke in Höhe von z.B. 1% (des Produktionspotenzials) der Regierung auf Bundesebene ein zyklisch getriebenes Defizit von rund 0,2 Prozentpunkten des BIP zugestehen.³ Auf der Grundlage des Haushaltsentwurfs für 2020 und der mittelfristigen Finanzplanung bis 2023 verfügt die Bundesregierung noch über einen Finanzspielraum von bis zu EUR 40 Mrd. (kumulierter Betrag über den Zeitraum 2020-23) (siehe „Sicherheitsabstand zur maximalen strukturellen Nettokreditaufnahme“ in Tabelle 4).

² Dies vorausgeschickt wissen wir aus vergangenen Episoden, dass Volkswirtschaften, in denen die Regierungen das „Nachhaltigkeitsprinzip“ (strukturell ausgeglichener Haushalt) ignoriert haben, zwar von einer temporären Aufschwung profitiert, später aber unter einem umso stärkeren Abschwung gelitten haben, als die Kapitalmärkte nicht mehr gewillt waren, Kredite zu günstigen Konditionen zu vergeben (siehe z.B. die Staatschuldenkrise im Euroraum).

³ Im Rahmenwerk der nationalen Schuldenregel würde die durch die schwache Konjunktur hervorgerufene Belastung des Bundeshaushalts über eine sogenannte negative Konjunkturkomponente berücksichtigt werden. Diese Konjunkturkomponente ergibt sich rechnerisch aus dem Produkt der Produktionslücke und der Budgetsemielastizität des Bundes von geschätzt 0,203. Damit wird der fiskalische Spielraum der Regierung auf der einen Seite in guten Konjunkturphasen – mit einer positiven Produktionslücke (Überauslastung) – eingeschränkt und auf der anderen Seite in schwächeren bzw. schlechten Konjunkturphasen – mit einer sinkenden (positiven) oder negativen Produktionslücke – ausgeweitet. Für den deutschen Gesamtstaat (einschließlich der Länder, der Gemeinden und der Sozialversicherungen) schätzt die Europäische Kommission die Budgetsemielastizität derzeit auf rund 0,504. Dies bedeutet, dass eine Verschlechterung der Produktionslücke von einem Prozentpunkt in eine Verschlechterung des gesamtstaatlichen Finanzierungssaldos von ca. einem halben Prozentpunkt vom BIP mündet.



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Bundshaushalt 2018-23 im Kontext der Schuldenbremse

3

EUR Mrd.	Ist	Soll	Entwurf	Finanzplan		
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ausgaben	336,7	356,4	359,8	364,2	370,4	373,7
gg. Vj. (%)	3,5	5,9	1,0	1,2	1,7	0,9
darunter: Investive Ausgaben	38,1	37,9	40,0	39,8	39,8	39,8
gg. Vj. (%)	12,1	-0,5	5,5	-0,5	0,0	0,0
% Ausgaben	11,3	10,6	11,1	10,9	10,7	10,7
darunter: Zinsausgaben	16,4	18,8	15,4	16,2	17,3	16,7
gg. Vj. (%)	-6,3	14,6	-18,1	5,2	6,8	-3,5
% Ausgaben	4,9	5,3	4,3	4,4	4,7	4,5
darunter: Globale Mehr-/Minderausgaben	0,0	-1,2	-4,4	-4,8	-5,0	-5,0
% Ausgaben	0,0	-0,3	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3
Einnahmen	347,6	350,6	350,3	352,4	365,1	375,4
gg. Vj. (%)	5,2	0,9	-0,1	0,6	3,6	2,8
darunter: Steuereinnahmen	322,4	325,5	327,7	334,2	345,5	356,1
gg. Vj. (%)	4,2	1,0	0,7	2,0	3,4	3,1
% Einnahmen	92,8	92,8	93,5	94,8	94,6	94,9
darunter: Globale Mehr-/Mindereinnahmen	0,0	-0,2	-4,0	-13,2	-11,0	-10,2
% Einnahmen	0,0	-0,1	-1,1	-3,7	-3,0	-2,7
Finanzierungssaldo (ohne Extrahaushalte des Bundes)*	10,9	-5,8	-9,5	-11,8	-5,3	1,7
Finanzierungssaldo (einschließlich Extrahaushalte des Bundes)	14,9	-9,3	-14,4	-10,8	-5,3	1,7
Asylrücklage						
Saldenbewegungen: (+) Zuführung / (-) Entnahme	11,2	-5,5	-9,8	-12,4	-7,5	0,0
Bestandsentwicklung	35,2	29,7	19,9	7,5	0,0	0,0
Nettokreditaufnahme des Bundes (Gesamthaushalt) (-) / Nettotilgung (+)	-4,0	3,5	4,9	-1,0	0,0	0,0
davon: Kernhaushalt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon: Relevante Extrahaushalte	-4,0	3,5	4,9	-1,0	0,0	0,0
Konjunkturkomponente	6,7	0,7	1,3	-0,1	-0,4	0,0
Saldo der finanziellen Transaktionen	0,7	0,7	0,7	1,8	1,9	0,8
Saldo der relevanten Extrahaushalte des Bundes	4,0	-3,5	-4,9	1,0		
Energie- und Klimafonds	2,9	-0,7	-2,5			
Aufbauhilfefonds	-0,6	-0,7	-0,5			
Kommunalinvestitionsförderungsfonds	-0,7	-1,9	-2,0			
Digitalisierungsfonds	2,4	-0,2	-0,9			
Grundschulkindergarten-Betreuungsfonds			1,0	1,0		
Strukturelle Nettokreditaufnahme (-) / Strukturelle Nettotilgung (+)	-3,4	-4,9	-6,9	-0,7	-1,5	-0,8
% BIP	-0,10	-0,14	-0,19	-0,02	-0,04	-0,02
Maximal zulässige strukturelle Nettokreditaufnahme (Obergrenze)	11,4	11,4	11,9	12,2	12,6	13,0
% BIP	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35
Maximal zulässige Nettokreditaufnahme (Obergrenze)	4,0	10,0	9,8	10,5	11,1	12,2
% BIP	0,12	0,29	0,28	0,29	0,29	0,31
Struktureller Finanzierungssaldo	7,5	-10,7	-16,4	-12,5	-6,8	0,9
% BIP	0,22	-0,31	-0,46	-0,34	-0,18	0,02

* Einnahmen minus Ausgaben.

**Rundungsfehler sind möglich.

Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Herleitung der strukturellen Nettokreditaufnahme des Bundes

4

EUR Mrd.	Ist	Soll	Entwurf	Finanzplan		
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Finanzierungssaldo des Bundes (Kernhaushalt)	10,9	-5,8	-9,5	-11,8	-5,3	1,7
+ Saldo der relevanten Extrahaushalte des Bundes	4,0	-3,5	-4,9	1,0	0,0	0,0
= Finanzierungssaldo des Bundes (einschließlich relevanter Extrahaushalte)	14,9	-9,3	-14,4	-10,8	-5,3	1,7
- Konjunkturkomponente	6,7	0,7	1,3	-0,1	-0,4	0,0
- Saldo der finanziellen Transaktionen	0,7	0,7	0,7	1,8	1,9	0,8
= Struktureller Finanzierungssaldo	7,5	-10,7	-16,4	-12,5	-6,8	0,9
Nettokreditaufnahme (-) / Nettotilgung (+) des Bundes (Kernhaushalt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Saldo der relevanten Extrahaushalte des Bundes	4,0	-3,5	-4,9	1,0	0,0	0,0
= Nettokreditaufnahme (-) / Nettotilgung (+)	4,0	-3,5	-4,9	1,0	0,0	0,0
- Konjunkturkomponente	6,7	0,7	1,3	-0,1	-0,4	0,0
- Saldo der finanziellen Transaktionen	0,7	0,7	0,7	1,8	1,9	0,8
= Strukturelle Nettokreditaufnahme (-) / Nettotilgung (+)	-3,4	-4,9	-6,9	-0,7	-1,5	-0,8
Nach der Schuldenbremse maximal zulässige strukturelle Nettokreditaufnahme (Obergrenze)	11,4	11,4	11,9	12,2	12,6	13,0
Maximal zulässige strukturelle Nettokreditaufnahme (Obergrenze) in % des BIP	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35
Nominales BIP des der Haushaltsaufstellung vorangegangenen Jahres	3.134,1	3.263,4	3.386,0	3.481,0	3.604,5	3.713,7
Sicherheitsabstand zur maximalen strukturellen Nettokreditaufnahme	8,0	6,5	5,0	11,5	11,1	12,2
% BIP	0,24	0,19	0,14	0,31	0,29	0,31
Nach der Schuldenbremse maximal zulässige Nettokreditaufnahme	4,0	10,0	9,8	10,5	11,1	12,2

* Rundungsfehler sind möglich.

Quellen: Bundesfinanzministerium (Bundesfinanzbericht 2020, Monatsbericht August 2019), Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Der Haushaltsentwurf für 2020 und die Finanzplanung bis 2023: Sind die Ausgaben von Deutschland wirklich zu niedrig? Nein, nicht wirklich

In diesem Monat hat der Bundesfinanzminister Scholz dem Bundestag den Haushaltsentwurf für 2020 vorgelegt. Laut dem Haushaltsentwurf für das Jahr 2020 und der Finanzplanung bis zum Jahr 2023 plant die Bundesregierung – trotz einer weiteren erheblichen Entlastung des Haushalts durch einen geringeren Zinsaufwand (aufgrund der niedrigen / negativen Renditen auf Bundesanleihen) – ein kumuliertes Defizit in Höhe von etwa EUR 25 Mrd. im Zeitraum zwischen 2020 und 2023 (siehe Tabelle 3).⁴ Um zumindest die schwarze Null noch

⁴ Nach einem geplanten Defizit von circa EUR 6 Mrd. in diesem Jahr beabsichtigt die Groko eine Ausweitung des Defizits auf EUR 9,5 Mrd. im Jahr 2020 und annähernd EUR 12 Mrd. im Jahr 2021. Im Jahr 2022 wird immer noch ein Defizit von circa EUR 5 Mrd. veranschlagt. Der Haushalt soll laut Planung nicht vor 2023 ausgeglichen sein und damit lange nach dem Ende der aktuellen Legislaturperiode (die nächste reguläre Bundestagswahl ist für den Herbst 2021 geplant, sofern die Koalition nicht vorher zerbricht).

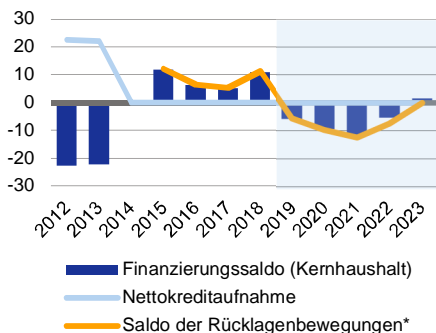


Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Die Bundesregierung plant mit dauerhaften Defiziten bis mindestens 2022

5

EUR Mrd. (Eckwerte vom März 2019)



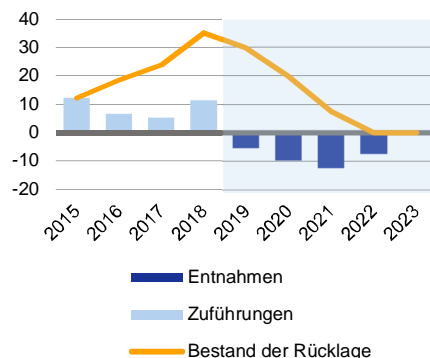
Finanzierungssaldo: ohne Einzahlungen in bzw. Entnahmen aus Rücklagen.
* nur Flüchtlingsrücklage

Quellen: BMF, Deutsche Bank Research

Die „Flüchtlingsrücklage“ sollte schon nach den bisherigen Plänen bis 2022 vollständig aufgebraucht sein

6

EUR Mrd. (Eckwerte vom März 2019)



Quellen: BMF, Deutsche Bank Research

auf dem Papier zu wahren (d.h. aus haushaltsrechtlicher Sicht) wird die Regierung ihre Finanzreserven bis Ende 2022 vollständig aufbrauchen (siehe Tabelle 3 und Grafiken 5 und 6).⁵ Dies bedeutet, dass die schwarze Null effektiv nicht mehr wirklich eine schwarze Null ist, da die Regierung de facto (nicht de jure) schon heute Defizite schreibt und darüber die Staatsverschuldung wieder nach oben treibt.

Eine Schwachstelle des Haushaltsentwurfs und des Finanzplans ist, dass die Regierung einen immer größer werdenden Anteil für Soziales ausgibt. Dies ist problematisch, da die Sozialausgaben das Wachstumspotenzial Deutschlands nicht erhöhen, sondern eher schädigen, da diese bereits durch hohe Sozialversicherungsbeiträge und eine hohe Steuerlast finanziert werden (die Steuerquote in Deutschland lag im Jahr 2018 auf einem Allzeithoch nach der Wiedervereinigung). Während die Gesamtausgaben der Bundesregierung über den Zeitraum zwischen 2020 und 2023 laut den Planungen durchschnittlich um bescheidene 1,2% p.a. steigen werden, sollen die Sozialausgaben im selben Zeitraum um 2,8% steigen. Bei einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 3,8% werden die Zuschüsse der Bundesregierung in das staatliche Rentensystem noch stärker zunehmen und schließlich im Jahr 2020 die Marke von EUR 100 Mrd. überschreiten (und sich bis dahin auf rund 28,3% der Gesamtausgaben des Bundes belaufen). Abgesehen davon wird sich der Anteil der Sozialausgaben von rund 50% im Jahr 2019 auf 53,4% bis 2023 erhöhen. Darüber hinaus muss die Regierung noch Ausgaben im Volumen von EUR 4,4 Mrd. in ihrem Haushaltsentwurf für 2020 kürzen (circa 1,2% der Gesamtausgaben) („globale Minderausgabe“) (siehe Tabelle 3). In der Summe kann die Fiskalpolitik daher nicht wirklich als nachhaltig und konservativ beurteilt werden!

Das starke Wachstum öffentlicher Investitionen trifft auf Engpässe

In den nächsten Jahren sollen zumindest auch die öffentlichen Investitionen in materielle Wirtschaftsgüter stark ansteigen. Gemäß den Finanzplanungen werden die Bauinvestitionen des Bundes im Zeitraum zwischen 2020 und 2023 um 8,6% p.a. erhöht. Gleichwohl bezieht sich diese Zahl lediglich auf den Investitionsanteil der Bundesregierung: Normalerweise wird der Großteil der öffentlichen Infrastrukturinvestitionen von den unteren staatlichen Ebenen getätigt (d.h. von den Bundesländern und insbesondere auf Ebene der Kommunen). Laut dem Bundesfinanzbericht 2020 sollen die Sachinvestitionen allein in diesem Jahr um 7,8%, 13,3% und 12,3% auf der Bundes- und Landesebene beziehungsweise der kommunale Ebene steigen (Kernhaushalte in finanzstatistischer Rechnung, d.h. nicht in Betrachtung der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung). Ein Blick in die Daten des Bundeshaushalts des 2. Quartals zeigt, dass die öffentlichen Investitionen bereits kräftig ansteigen (siehe Grafiken 7 und 8). Im ersten Halbjahr 2019 stiegen die öffentlichen Investitionen gegenüber dem Vorjahr um sage und schreibe 8,6% nominal (zum Vergleich 2018: 8,7% gegenüber dem Vorjahr). Dabei erhöhten sich die Investitionsausgaben für Ausrüstungen und Maschinen um 11,2% (11,9%), während die Bauinvestitionen um 9,7% (9,6%) zunahmen. Preisbereinigt erhöhten sich die öffentlichen Gesamtinvestitionen um 4,5% (davon: Ausrüstungen und Maschinen mit 9,6% und Bauinvestitionen mit 3,5%). Der außergewöhnlich hohe (Preis-) Deflator – vor allem für die Bauinvestitionen – ist ein klares Anzeichen für Engpässe auf der Angebotsseite (hohe Kapazitätsauslastung und Fachkräftemangel), die derzeit die größten Hindernisse für noch höhere (reale) Investitionen darstellen.

Weiterhin gibt es Anhaltspunkte dafür, dass Bürokratie, ein Mangel an Verwaltungskapazitäten (insbesondere auf der Ebene der Kommunalverwaltungen)

⁵ Die Regierung hat in den starken Haushaltsjahren einen Finanzpuffer im sogenannten „Asyl-/Flüchtlingsfonds“ angesammelt, der sich Ende 2018 auf rund EUR 35 Mrd. (oder circa 1% des für 2019 erwarteten BIP) belief.

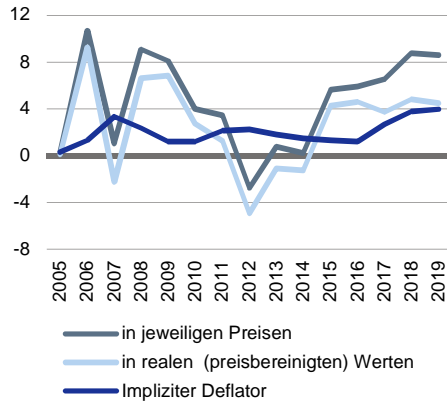


Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Deutschland: Die öffentlichen Investitionen steigen kräftig

7

Öffentliche Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj.



2019: H1 2019 gg. H1 2018

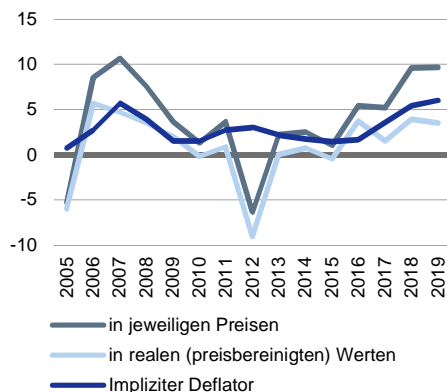
Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

und Widerstände der Bürger gegen bestimmte Investitionsprojekte (z.B. gegen Windkraftanlagen) eine fristgerechte und effektive Umsetzung der öffentlichen Investitionen zusätzlich erschweren.⁶ All diese strukturellen Hindernisse auf dem Weg zu höheren (realen) öffentlichen Investitionen können nicht über Nacht überwunden werden. Wenn man diese strukturellen Probleme berücksichtigt, wird deutlich, dass der Ruf nach noch höheren öffentlichen Investitionen unbegründet ist. Noch höhere öffentliche Investitionsausgaben (in die Infrastruktur) werden nicht zu einer erhöhten Bautätigkeit führen – d.h. die physische Infrastruktur des Landes verbessern – sondern vielmehr dazu beitragen, dass die Baupreise weiter steigen. Eine weitere Erhöhung der öffentlichen Investitionen in dieser Konjunkturphase wäre gleichzusetzen mit einer Verbrennung von Steuergeld. Deshalb ist es die Aufgabe der Regierung, klare Ausgabenprioritäten zu setzen und auf eine langsame (nicht sprunghafte) Erhöhung der öffentlichen Investitionen hinzuwirken (es sieht so aus, als ob dies auch der Fall ist). Gleichzeitig sollte die Regierung politische Maßnahmen ergreifen, welche die nachteiligen Auswirkungen aufgrund des Fachkräftemangels mindern (z.B. verbesserte Ausbildung), die eigenen Verwaltungskapazitäten erhöhen, wo dies notwendig ist, und unnötige Bürokratie abbauen.

Die Preise für öffentliche Bauinvestitionen steigen stark an

8

Öffentliche Bauinvestitionen, % gg. Vj.



2019: H1 2019 gg. H1 2018

Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die Idee von Altmaier, privates Kapital für umweltfreundliche Investitionen zu mobilisieren: (Wie) würde dies funktionieren?

Vor dem Hintergrund der Nullzinspolitik der EZB hat Bundeswirtschaftsminister Peter Altmaier kürzlich laut Presseberichten einen Plan zur Mobilisierung von privatem Kapital für umweltfreundliche Investitionen vorgeschlagen. Insgesamt will Peter Altmaier bis zu EUR 50 Mrd. privater Gelder für Investitionen in umweltfreundliche Projekte aktivieren. Die CDU und die SPD liebäugeln mit der Ausgabe einer sogenannten „Klimaanleihe“, einer ähnlichen Idee. Laut Presseberichten könnte die Regierung ein außerbudgetäres Instrument einrichten, z.B. organisiert in Form einer Stiftung („Bürger-Stiftung Klimaschutz“). Die Bundesregierung würde zunächst EUR 5 Mrd. aus Bundesmitteln (aus dem Kernhaushalt) zu diesem Instrument beisteuern und danach jährlich regelmäßig weitere EUR 1 Mrd. bereitstellen. Da jedoch die Mittel nicht ausreichen würden, um einen Betrag in Höhe von EUR 50 Mrd. zu erreichen, könnte die Stiftung (oder die Bundesregierung im Auftrag der Stiftung) an den Kapitalmärkten sogenannte „Bürger-Anleihen“ mit einem Zinssatz in Höhe von 2% pro Jahr ausgeben. Diese Mittel könnten dafür verwendet werden, zinslose Darlehen für umweltfreundliche Investitionen zu gewähren, um den Wandel hin zu einer umweltfreundlichen Gesellschaft zu unterstützen.

Dies könnte nach Meinung der Regierung zu einer Win-win-Situation für die Anleihehaber (z.B. Haushalte), die positive Zinssätze erhalten würden, und die Darlehensnehmer führen, die ihre umweltfreundlichen Investitionen zu Nullzinsen finanzieren könnten. Die Kehrseite dieser Idee ist jedoch, dass die Bundesregierung (d.h. die Steuerzahler) wahrscheinlich für die Verluste aus diesem Instrument/diesen Transaktionen aufkommen müsste (in einer einfachen Berechnung könnten sich diese Verluste auf rund EUR 1 Mrd. pro Haushaltsjahr belaufen⁷). Weiterhin ist fragwürdig, ob ein (privater) Fonds bzw. eine Stiftung tatsächlich an den Kapitalmärkten Geld zu Nullzinsen aufnehmen könnte, da hierfür eine ausreichende Besicherung durch die Bundesregierung erforderlich

⁶ Die Anzahl der gebauten Windkraftanlagen lag in H1 2019 bei lediglich 35 – ein starker Rückgang nach 743 im Jahr 2018 und 1.792 im Jahr 2017. Während Investoren vorher circa 300 Tage auf eine Baugenehmigung warten mussten, müssen sie heutzutage häufig 900 Tage warten (FAZ-Artikel vom 5. September 2019).

⁷ Errechnet anhand der Zinsdifferenz von 2 Prozentpunkten und dem Betrag über EUR 50 Mrd.



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

wäre. Wenn also Darlehensnehmer ihre Darlehen aufgrund eines Projektmissersfolgs nicht zurückzahlen könnten, würden die Anleihehaber (bei einem Ausfall) oder die Regierung (im Falle einer öffentlichen Garantie) Verluste erleiden.

Auf den ersten Blick erscheint es auch verwunderlich, warum die Regierung einen solchen Auftrag zur Förderung umweltfreundlicher Investitionen nicht an ihre eigene Entwicklungsbank KfW übertragen sollte.

Nur 13% der deutschen Wähler sind für die Abschaffung der Schuldenbremse (laut einer aktuellen Umfrage)

Laut Presseberichten könnte die Bundesregierung beabsichtigen, die Vorschriften zur Staatsverschuldung zu umgehen, um ihren bereits zu großen Teilen ausgereizten fiskalischen Spielraum zu vergrößern. Aber würde solch ein „Haushaltstrick“ überhaupt funktionieren? Die nationale Schuldenbremse sieht ausdrücklich vor, dass alle außerbudgetären Einheiten gemäß den Vorschriften der Schuldenbremse zu berücksichtigen sind, was impliziert, dass die Regierung keinen weiteren Finanzspielraum schaffen kann, indem sie Einheiten außerhalb des ordentlichen Kernhaushaltes einrichtet. Deshalb sind bereits heute außerbudgetäre Einheiten wie der „Energie- und Klimafonds“, der „Wiederaufbauhilfefonds“, der „Förderfonds für kommunale Investitionen“ und der „Digitalisierungsfonds“ außerbudgetäre Einheiten, die nach den Vorschriften der Schuldenbremse zu berücksichtigen sind.

Die Schuldenbremse enthält jedoch nicht ausdrücklich Richtlinien für den Fall (privater) Stiftungen. Dies könnte ein Schlupfloch sein, das die Regierung ausnutzen könnte. Die Regierung könnte beispielsweise Kapital in eine (private) Klimastiftung geben, die aus dem ordentlichen Kernhaushalt des Bundes finanziert wird. Sollte diese Einzahlung als eine (nettovermögensneutrale) Finanztransaktion eingestuft werden, würde sie aus technischer Sicht nicht als eine strukturelle Ausgabe bewertet werden. Dies würde gleichzeitig implizieren, dass diese Transaktion keine Auswirkungen auf die strukturelle Kreditaufnahme im Kontext der nationalen Schuldenbremse hätte.

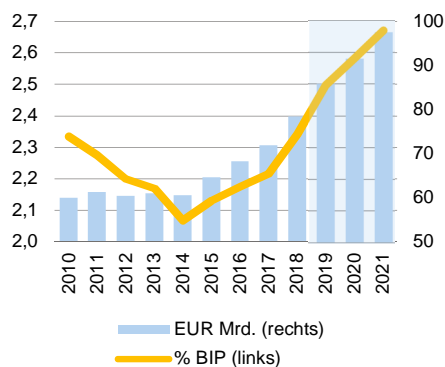
Wenn die Regierung zumindest die Intention der Schuldenbremse gleich beim ersten Anflug einer schlechte(re)n Wirtschaftslage ignorieren würde, würde dies ihre Glaubwürdigkeit bei vielen Wählern schädigen, ebenso wie eine entsprechende Verfassungsänderung, für die sie eine Zweidrittelmehrheit im Bundestag und im Bundesrat benötigen würde. Laut einer aktuellen Civey-Umfrage (vom September) im Auftrag der „Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft“ sehen 62% der Deutschen die schwarze Null seit 2014 als eine Erfolgsgeschichte an. Weiterhin vertritt eine Mehrheit von 52,1% der Befragten die Meinung, dass die Regierung keine neuen Schulden aufnehmen sollte, während lediglich weniger als ein Drittel (32,2%) anderer Ansicht ist.⁸ Eine andere Umfrage von YouGov im Sommer zeigt, dass 69% der Bevölkerung die nationale Schuldenbremse unterstützen, während lediglich 13% für eine Abschaffung der Vorschrift wären (die restlichen 18% haben keine klare Meinung).

Unabhängig davon zeichnet sich seit der Verkündung des Klimapakets klar ab, dass die obigen Ideen einer (privaten) Klimastiftung und/oder der Emission von „Bürgeranleihen“ zur Finanzierung grüner Investitionen derzeit keine ausreichende politische Unterstützung finden. Dies heißt aber nicht, dass diese Ideen

Deutschland: Die öffentlichen Investitionen steigen stark an

9

Gesamtstaat (VGR)

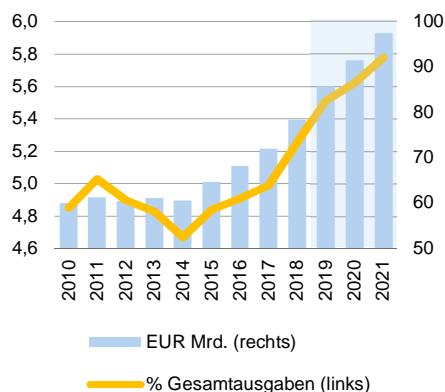


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research, IfW Kiel (Prognosen)

Deutschland: Der Anteil der Bruttoinvestitionen an den Gesamtausgaben steigt bereits seit 2014

10

Gesamtstaat (VGR)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research, IfW Kiel (Prognosen)

⁸ Weiterhin sind 86% der Bevölkerung der Meinung, dass die derzeitigen Staatseinnahmen für die Aufgabenerfüllung des Bundes ausreichend hoch sind. In diesem Kontext sind etwa drei Viertel der Bevölkerung (75,5%) der Ansicht, dass die Bundesregierung einen höheren Anteil ihrer Einnahmen für öffentliche Investitionen ausgeben sollte. Nur 13,6% der Befragten würde für eine neue Kreditaufnahme optieren; ein noch kleinerer Teil der Befragten (7,8%) würde Steuererhöhungen befürworten. Siehe Artikel.



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

in Zukunft – z.B. bei einer schweren Rezession – es nicht wieder auf die Tagesordnung schaffen könnten.

Der finanzpolitische Kurs ist bereits expansiv, Investitionen steigen stark an

Die öffentlichen Investitionen steigen rasant an. Probleme resultieren hauptsächlich aus Kapazitätsengpässen, einem Mangel an Fachkräften und einem Mangel an administrativen Ressourcen – dies sind Dinge, welche die Regierung nur langfristig verbessern kann. Laut dem Finanzexperten der CDU, Eckhardt Rehberg, können noch deutlich mehr als EUR 20 Mrd., die für öffentliche Investitionsvorhaben eingeplant sind, abgerufen und ausgegeben werden (siehe FAZ vom 8. September 2019).

Die deutsche Finanzpolitik hat bereits einen expansiven Kurs eingeschlagen, der sich auch an der Verschlechterung der Haushaltslage ablesen lässt (sowohl auf Bundes- als auch auf gesamtstaatlicher Ebene). Was die Bundesregierung angeht, wird sich das strukturelle Defizit von rund EUR 11 Mrd. in diesem Jahr (0,3% des BIP) auf rund EUR 16 Mrd. (0,5% des BIP) im Jahr 2020 erhöhen (siehe Tabelle 3). Der Sicherheitsabstand – d.h. der Puffer der strukturellen Nettokreditaufnahme (nach Plan) auf den maximal zulässigen Betrag nach den Regeln der Schuldenbremse – beträgt 2019 lediglich ca. EUR 6,5 Mrd. und 2020 nur noch EUR 5 Mrd., womit der finanzielle Spielraum der Bundesregierung bereits größtenteils ausgeschöpft zu sein scheint (siehe Tabelle 4). Ungeachtet dessen könnte die Regierung gemäß den Regeln der nationalen Schuldenbremse insgesamt einen kumulierten Betrag von bis zu EUR 40 Mrd. über den Zeitraum 2020–2023 mobilisieren. Dieser Betrag könnte dazu verwendet werden, beispielsweise umweltfreundliche Projekte zu finanzieren – sofern diese als notwendig erachtet werden.

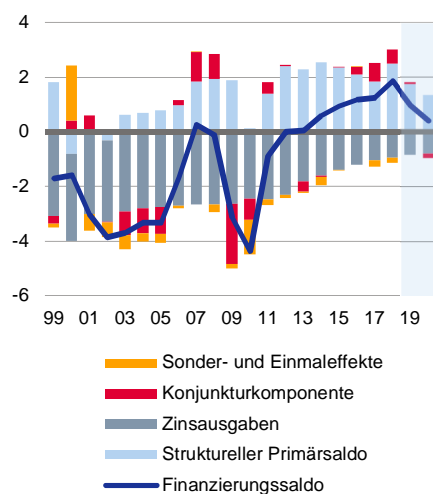
Was das Rezessionsrisiko angeht, könnten die automatische Stabilisatoren jederzeit wirken, da nicht der tatsächliche Finanzierungssaldo, sondern lediglich die strukturelle Position des Bundeshaushaltes für die Schuldenbremse entscheidend ist, und letztere per Definition nicht von konjunkturellen Veränderungen betroffen wird.

Auf gesamtstaatlicher Ebene (Bund, Land, Kommunen, Sozialversicherungsfonds) werden die Überschüsse Deutschlands in den kommenden Jahren erheblich schrumpfen. Das IfW prognostiziert sogar, dass der gesamtstaatliche Haushalt ausgehend von einem Überschuss in Höhe von EUR 62,4 Mrd. (oder 1,9% des BIP) im Jahr 2018 in ein Defizit von EUR 6,9 Mrd. (oder 0,2% des BIP) bis zum Jahr 2021 rutschen wird. Nach Meinung des IfW wird sich die strukturelle Haushaltsposition, d.h. bereinigt um zyklische und einmalige Effekte, von mehr als EUR 30 Mrd. im Jahr 2018 auf rund EUR 10 Mrd. bis 2021 verschlechtern. Was die öffentlichen Investitionen angeht, geht das IfW davon aus, dass die Bruttoanlageinvestitionen des Gesamtstaates von unter EUR 60 Mrd. im Jahr 2010 (oder 2,3% des BIP und 4,9% der öffentlichen Ausgaben) bis 2021 auf EUR 97,4 Mrd. (oder 2,7% und 5,8%) ansteigen werden (siehe Grafiken 9 und 10). Damit könnten die öffentlichen Investitionsausgaben in den nächsten drei Jahren um durchschnittlich 7,4% p.a. zulegen und somit viel stärker steigen als die gesamten öffentlichen Ausgaben (von 4,3% p.a.). Wenn all die vorstehend genannten Fakten nicht als „expansiv“ angesehen werden, wie groß müsste dann ein fiskalpolitischer Impuls sein, um als expansiv bezeichnet zu werden?

Haushaltslage des Staates

11

% des BIP

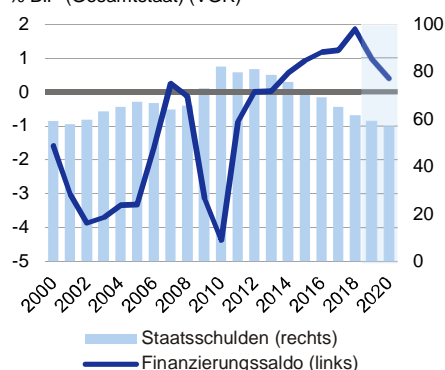


Quellen: Statistisches Bundesamt, AMECO, OECD, BMF, Deutsche Bank Research

Der Überschuss dürfte aufgrund der schwachen Konjunktur und der expansiven Fiskalpolitik deutlich sinken

12

% BIP (Gesamtstaat) (VGR)



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

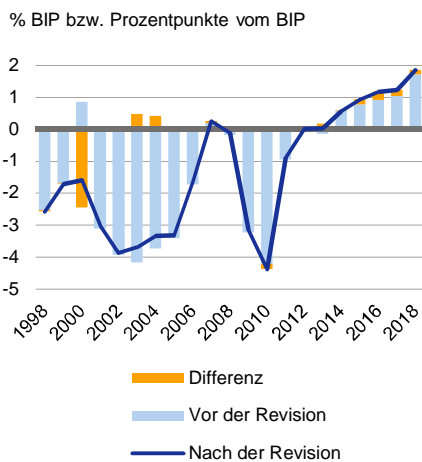


Überschuss sinkt 2019/20 deutlich, 2021 droht gar ein Defizit

Im Zuge der Überprüfung der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung im August 2019 (Generalrevision 2019) wurden auch die Ergebnisse des Staatssektors revidiert. Insbesondere wurde der Finanzüberschuss Deutschlands auf EUR 62,4 Mrd. oder 1,9% des BIP nach oben korrigiert (im Vergleich zu den vorherigen EUR 58,0 Mrd. oder 1,7% des BIP).⁹ Vor dem Hintergrund dieser Aufwärtsrevision und unserer Erwartung einer fortgesetzten fiskalischen Lockerung in den kommenden Jahren – ablesbar an der prognostizierten Verschlechterung des gesamtstaatlichen strukturellen Haushaltssaldos um 0,7 Prozentpunkte des BIP im Jahr 2019 und weiteren 0,3 Prozentpunkten im Jahr 2020 – dürfte der Finanzierungssaldo des Gesamtstaates in diesem Jahr auf ungefähr 1% des BIP zurückgehen und 2020 auf nur noch 0,4% des BIP fallen (siehe Grafik 11). Ungeachtet dessen – und dank der negativen Differenz aus dem durchschnittlichen staatlichen Schuldzinsatz und der BIP-Wachstumsrate¹⁰ – wird sich die gesamtstaatliche Schuldenquote im Prognosezeitraum weiter verringern. Unserer Einschätzung nach dürfte sie sich bis zum Jahresende auf 59,1% des BIP ermäßigen, um dann bis Ende 2020 auf 57,1% des BIP zurückzugehen (siehe Grafik 12).

Klimapaket zieht keinen grundsätzlichen Kurswechsel in der Haushaltspolitik nach sich

Finanzierungssaldo des Staates vor und nach der Generalrevision 2019 14



Quellen: WEFA, Destatis, Deutsche Bank Research

Das vor Kurzem verkündete Klimaschutzprogramm sieht für die nächsten vier Jahre zusätzliche Staatsausgaben in Höhe von rund EUR 54 Mrd. vor (kumulierte Summe über die Periode 2020-23) (siehe Tabelle 13). Dieser Betrag entspricht ca. 1,6% des für 2019 prognostizierten BIP. Diese zusätzlichen Ausgaben sollen überwiegend über den außerbudgetären „Energie- und Klimafonds“ (EKF), der auch im Rahmen der nationalen Schuldenregel berücksichtigt werden muss, getätigt werden (siehe Tabelle 3). Der EKF soll dabei das Hauptfinanzierungsinstrument bei der Umsetzung der Energiewende sowie im Kampf gegen den Klimawandel bleiben. Auf Basis des vom Finanzministerium veröffentlichten Finanztableaus sollen die mit dem Klimapaket in Verbindung stehenden Ausgaben allmählich ansteigen, von EUR 10,3 Mrd. im Jahr 2020 auf bis zu EUR 15,6 Mrd. im Jahr 2023 (siehe Tabelle 13). Diese Ausgaben setzen sich u.a. aus Kaufprämien für E-Autos, Subventionen zur energetischen Gebäudesanierung sowie Finanzmitteln für die Verbesserung sowie den Ausbau des öffentlichen Nahverkehrs zusammen.

Trotz dieser Mehrausgaben dürfte das Programm zum größten Teil sich selbst finanzieren, da es ebenso zusätzliche Staatseinnahmen vorsieht. Die Regierung hat ausdrücklich betont, dass sie nicht beabsichtigt, ihre Einnahmenseite für andere Ausgaben zwecke zu steigern, sondern die durch das Maßnahmenpaket entstehenden Staatseinnahmen in vollem Umfang in den Klimaschutz zu investieren und/oder den Bürgern über Steuererleichterungen oder sonstige ausgabenseitige Entlastungsmaßnahmen zurückzugeben. In diesem Zusammenhang hat die Regierung ebenfalls nochmals bekräftigt, an der schwarzen Null festzuhalten und betont, dass die miteinander korrespondierenden Einnahmen- und Ausgabenentwicklungen sicherstellen, sodass die Finanzwirkungen für den Bund insgesamt ausgeglichen sein dürften. Insgesamt dürften sich die zusätzlichen Staatseinnahmen (Nettobetrachtung) in den nächsten vier Jahren auf rund

⁹ Die mit der Generalrevision einhergehende Verbesserung beim staatlichen Haushaltsüberschuss geht auf eine deutliche Aufwärtsrevision bei den Steuereinnahmen (um circa EUR 9,4 Mrd.) zurück, die die gleichzeitige Aufwärtsrevision bei den Staatsausgaben (um circa EUR 5 Mrd. davon gehen allein rund EUR 0,8 Mrd. auf das Konto höherer Zinsausgaben) mehr als ausgeglichen hat.

¹⁰ 2018 lag diese Zins-/Wachstumsdifferenz bei -1,5 Prozentpunkten. Während die implizite Verzinsung der Staatsschulden ungefähr 1,5% betrug, wuchs das nominale BIP um rund 3%. Wir erwarten, dass die Zins-/Wachstumsdifferenz auch 2019/20 deutlich im negativen Bereich liegen dürfte.



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

EUR 42 Mrd. (kumulierter Wert) belaufen (siehe Tabelle 13). Diesen Netto-Einnahmeneffekt haben wir als Differenz zwischen der genannten zusätzlichen Einnahmen (wie z.B. aus den Erlösen aus der CO₂-Bepreisung) sowie den voraussichtlichen Einnahmeausfällen (u.a. aufgrund steuerlicher Fördermaßnahmen und geplanter Steuersenkungen) berechnet.

Unsere Berechnungen deuten darauf hin, dass der fiskalische Nettoimpuls (berechnet als Summe der Mehrausgaben und den Steuerausfällen abzüglich zusätzlicher Einnahmen) eher moderat ausfallen dürfte. Er dürfte von anfänglichen EUR 1,8 Mrd. im Jahr 2020 (oder 0,05% vom BIP) auf bis zu EUR 4,6 Mrd. (0,12% vom BIP) im Jahr 2023 ansteigen (siehe Tabelle 13). Wie die Bundesregierung jedoch nach ihrem abermaligen Bekenntnis zur schwarzen Null gedenkt, diese fiskalische Lücke zu schließen, ist derzeit unklar. Eine Finanzierung dieser Finanzlücke über zusätzliche Schulden würde zumindest an der Schuldenregel wohl nicht scheitern, da dort noch ein gewisser finanzpolitischer Spielraum vorhanden ist.

Das obige Klimapaket ist noch nicht in den Zahlen für den Haushaltsausblick, die zuvor diskutiert wurden, berücksichtigt. Zu diesem Zeitpunkt deutet alles darauf hin, dass von dem Paket nur eine geringfügige Verschlechterung des Haushalts ausgeht – im Wesentlichen auf Bundesebene, auch wenn einige der Maßnahmen wie z.B. die beabsichtigte Mehrwertsteuersatzsenkung auf Bahntickets von 19% auf 7% auch die Länder- und Gemeindehaushalte treffen würde. Jedenfalls haben sich die Erwartungen hinsichtlich einer massiven Lockerung der deutschen Fiskalpolitik zur Ankurbelung des deutschen und europäischen Wachstums als unrealistisch und übertrieben herausgestellt.

Wie aus Tabelle 13 ersichtlich, dürften die mit dem Paket veranschlagten Ausgaben aufgrund der bestehenden angebotsseitigen Engpässe nur graduell getätigt werden.

Auf Basis der aktuellen Informationslage dürfte der von dem Paket ausgehende fiskalische Nettoimpuls im Jahr 2020 mit lediglich 0,05 Prozentpunkten vom BIP bescheiden ausfallen und sich daher am unteren Rand unserer zuvor abgeschätzten Bandbreite von 0,1 und 0,25 Prozentpunkten liegen. Insgesamt dürfte von dem Paket daher auch kein nennenswerter Effekt auf das Wachstum im nächsten Jahr ausgehen.

Antizyklische Maßnahmenpakete nur im Falle einer schweren Rezession

Solange Deutschland nicht in eine schwere Rezession gerät – wozu unserer Meinung nach ein Rückgang des jährlichen BIP um rund 1% sowie eine Erhöhung der Arbeitslosenquote um mindestens 0,75 Prozentpunkte notwendig wären – erwarten wir kein antizyklisches finanzpolitisches Maßnahmenpaket. Abgesehen davon fördern bereits diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen die Wirtschaft. Eine Ausweitung der öffentlichen Investitionen über die bisherigen Planwerte hinaus würde nur noch höhere Preise hervorrufen.

Ökonomische und ökologische Beurteilung des Klimapakets

Das Klimapaket besteht aus vier Kernelementen. Es enthält erstens Förderprogramme für Klimaschutzmaßnahmen und technologiespezifische Subventionen. Zweitens erfolgt der Einstieg in eine einheitliche Bepreisung der CO₂-Emissionen aus dem Verkehrs- und Gebäudesektor (Wärme). Das dritte Element sieht vor, dass die Einnahmen aus der CO₂-Bepreisung eingesetzt werden, um entweder die Fördermaßnahmen zu finanzieren oder um den Bürgern eine Kompensation für die höheren Energiekosten aufgrund der CO₂-Preise zu



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

gewähren. Viertens sieht das Klimapaket regulatorische Maßnahmen vor (Ordnungsrecht), die bis 2030 greifen sollen.

Das Klimapaket ist ein klassisches Beispiel für einen politischen Kompromiss. Es ist der Versuch, durch nationale Maßnahmen einen Beitrag zum globalen Klimaschutz zu leisten, ohne die breite Masse der privaten Haushalte und Unternehmen in Deutschland zu stark zu belasten. Die Einführung eines CO₂-Preises im Verkehrs- und Gebäudesektor erfolgt, um die Kosteneffizienz der Klimaschutzpolitik zu erhöhen. Mit einem Festpreis von zunächst EUR 10 pro Tonne CO₂ (ab 2021), der bis 2025 auf EUR 35 pro Tonne steigen soll, fallen die Preissignale zunächst jedoch gering aus: Bei EUR 35 pro Tonne CO₂ verteuert sich ein Liter Benzin oder Diesel um weniger als 10 Cent pro Liter. Das System von Festpreisen soll ab 2026 in ein Emissionshandelssystem mit preislichen Ober- und Untergrenzen übergehen (Mindestpreis: EUR 35 und Höchstpreis EUR 60 pro Tonne CO₂). Solche Preisgrenzen passen zwar nicht zur „reinen Lehre“ von der Funktionsweise des Emissionshandels. Auch hier ist das Ziel erkennbar, übermäßige Belastungen zu vermeiden. Der geplante Systemübergang an sich ist jedoch ausdrücklich zu begrüßen.

Viele Kommentatoren haben den niedrigen CO₂-Preis kritisiert. Tatsächlich ist der Lenkungseffekt durch das Preissignal zunächst gering. Die Höhe des CO₂-Preises allein ist aber nicht der entscheidende Kritikpunkt. Bedauerlicher ist es, dass das Klimaschutzpaket eine Vielzahl von Maßnahmen enthält, die im Widerspruch zu einer einheitlichen Bepreisung von CO₂ stehen, und allgemeine Fördertöpfe sowie technologiespezifische Subventionen gerade in jenen Bereichen vorsieht, in denen die CO₂-Emissionen zunächst einen festen Preis erhalten und die später in ein Emissionshandelssystem überführt werden sollen. Dazu zählen die geplante Austauschprämie für alte Heizungsanlagen sowie höhere Subventionen für die Elektromobilität. Solche technologiespezifischen Subventionen konterkarieren das Ziel der Kosteneffizienz und sind innerhalb eines Emissionshandelssystems überflüssig. Ferner können solche Subventionen das Entstehen besserer Technologien ausbremsen, zu Mitnahmeeffekten oder zu höheren Preisen führen, und sie sind aus sozialpolitischer Sicht nicht unproblematisch.

Typisch für einen politischen Kompromiss ist auch, dass den höheren Belastungen für die Bürger an anderer Stelle Entlastungen gegenüberstehen. So wird der Preis für Benzin, Diesel und Heizöl steigen. Die Kfz-Steuer für Fahrzeuge mit hohen CO₂-Emissionen soll steigen. Zu den Maßnahmen, die die daraus resultierenden steigenden Energiekosten abmildern sollen, zählt ein höheres Wohngeld. Zudem soll der Strompreis sinken, was angesichts des hohen Anteils von Steuern und Umlagen am Strompreis und wegen der perspektivisch angestrebten Elektrifizierung (nicht nur) des Verkehrssektors durchaus sinnvoll ist. Ferner ist eine höhere Entfernungspauschale vorgesehen, um die Lasten für Pendler abzufedern; dies ist natürlich gerade nicht im Sinne des Klimaschutzes. Der Mehrwertsteuersatz auf Bahnreisen wird auf 7% reduziert, dagegen soll die Luftverkehrsabgabe erhöht werden. Die Investitionen ins Schienennetz sollen massiv steigen.

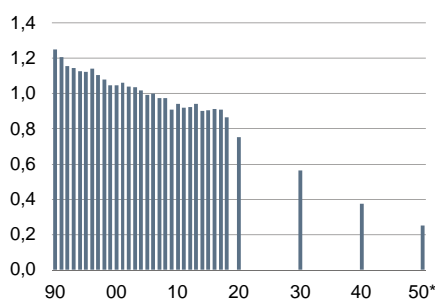
Deutschlands langfristige Klimaziele noch immer außer Reichweite

Deutschland will seine Treibhausgasemissionen bis 2050 um 80 bis 95% gegenüber dem Jahr 1990 reduzieren. Dies ist ein sehr anspruchsvolles Ziel, wie dieses Rechenbeispiel zeigt: Zwischen 1990 und 2018 (also inklusive Wiedervereinigungseffekt) sanken die Treibhausgasemissionen in Deutschland im Durchschnitt um 1,3% pro Jahr. Von 2018 bis 2050 müssten die Emissionen dagegen durchschnittlich um 3,8% pro Jahr sinken, damit („lediglich“) eine Reduktion um 80% erreicht würde. Ohne massiven technischen Fortschritt bei klimaverträglichen Energien sind diese langfristigen Klimaschutzziele nur mit einer

Ambitionierte Klimaziele

15

Treibhausgasemissionen in Deutschland, CO₂-Äquivalente (Mrd. Tonnen)



* Klimaziel der Bundesregierung bis 2050: Verringerung der Treibhausgasemissionen um mind. 80% gg. 1990

Quellen: Umweltbundesamt, Deutsche Bank Research



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Abkehr von etablierten Konsumgewohnheiten und Produktionsprozessen möglich. Höhere Energiekosten und Eingriffe in Wahlfreiheiten und Eigentumsrechte der privaten Haushalte und Unternehmen wären unausweichlich. Die im Klimapaket vorgesehenen Maßnahmen reichen jedenfalls nicht aus, um diese Ziele zu erreichen. Selbst mit der effizientesten Klimaschutzpolitik wäre nicht zu verhindern, dass sich unsere Lebensgewohnheiten fundamental ändern müssten, um die Ziele für 2050 zu erreichen (zumindest mit den heute verfügbaren Technologien).

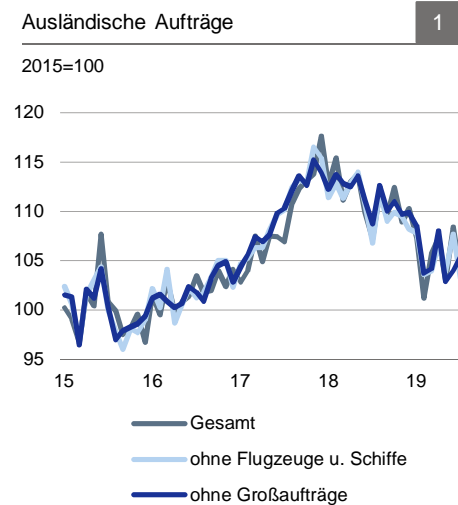
Eine politische Verzichtsdebatte birgt jedoch enorme politische Sprengkraft. Ein Erstarken der politischen Ränder wäre zu erwarten, wenn die finanziellen Belastungen für die privaten Haushalte durch Klimaschutzpolitik zu stark steigen würden. Die Kommentierung des Pakets durch die im Bundestag vertretenen Parteien verdeutlicht dies. Die Bundesregierung hat beim vorgelegten Klimapaket diese politische Sprengkraft offenbar ebenfalls berücksichtigt – in einer Demokratie nur zu verständlich.

Sebastian Becker (+49 69 910-21548, sebastian-b.becker@db.com)
Eric Heymann (+49 69 910-31730, eric.heyman@db.com)



Deutschland in technischer Rezession – kein fiskalischer Aktionismus zu erwarten

- Für Q3 erwarten wir eine Kontraktion des BIP um ½% gg. Vq. Damit rutscht die deutsche Wirtschaft in eine technische Rezession.
- Da privater Konsum und Bausektor aber weiter für Wachstumsimpulse sorgen, ist 2020 mit einer Stabilisierung zu rechnen. Dies setzt allerdings voraus, dass die geopolitischen Risiken nicht weiter eskalieren.
- Ein staatliches Konjunkturprogramm für das Jahr 2020 ist unter diesen Annahmen eher unwahrscheinlich.

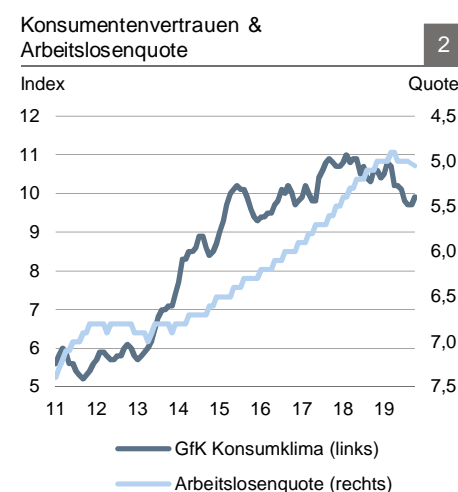


Quelle: Statistisches Bundesamt

Nachdem die deutsche Wirtschaft bereits in Q2 um 0,1% geschrumpft ist, deuten die Stimmungskennzahlen sowie die harten Daten (Juli) für Q3 auf eine weitere Kontraktion von bis zu ½% gg. Vq. hin.

Die jüngsten Ergebnisse der Umfragen unter deutschen Einkaufsmanagern (PMI) deuten auf eine steigende Risikowahrnehmung von Unternehmen hin. Der PMI für das Verarbeitende Gewerbe fiel im September auf ein 10-Jahres-Tief von 41,4 Punkten (Juni 2009: 40,9). Obwohl noch im expansiven Bereich, verlor auch der Dienstleistungssektor deutlich an Dynamik (Sep: 52,5 gg. Aug: 54,8). Wie bereits in unserem vorherigen „Ausblick Deutschland“ erläutert, wirkt sich die Kombination von anhaltenden Unsicherheits- und Risikofaktoren (Handelsstreit, Brexit, Geopolitik) zunehmend negativ auf die Wirtschaft aus. Im schlimmsten Fall (nicht unser Basisszenario) könnten diese Faktoren zu einer sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale führen. Für das dritte Quartal erwarten wir derzeit einen Rückgang des BIP um bis zu ½%, was Deutschland in eine technische Rezession stürzt, ein Szenario, das wir bereits im Februar diskutiert hatten.

Als Bremsklötze dürften sich insbesondere die Exporte und Investitionen erweisen, auch wenn sich der Abwärtstrend bei den Auslandsaufträgen nach der Talfahrt im Winterhalbjahr zuletzt deutlich abgeschwächt hat. Jedoch sind die Exporterwartungen weiter rückläufig. Zwar stabilisierten sie sich im August, doch diese Erholung war von kurzer Dauer. Gemäß der Septemberumfrage des ifo-Instituts (92,7 gg. Aug: 94,1) blicken die Exporteure wieder deutlich pessimistischer in die Zukunft.



Quellen: GfK, Deutsche Bundesbank

Die Umsätze der Unternehmen sind in Q2 um 1,2% gg. Vq. gesunken und lagen damit 1,5% niedriger als vor einem Jahr, was neben den zuletzt massiv gestiegenen wirtschaftspolitischen Unsicherheiten die Investitionen in H2 dämpfen dürfte. Die Zahl der im Dienstleistungssektor geleisteten Arbeitsstunden ist in Q2 zum ersten Mal seit 2013 um 0,1% gg. Vq. gesunken. Bei der Bruttowertschöpfung steht hier aber immer noch ein Plus von 1,4% gegenüber dem Vorjahr zu Buche, verglichen mit einem Einbruch von 4,9% in der Industrie. Der Arbeitsmarkt zeigt sich nach wie vor robust, auch wenn die Arbeitslosigkeit zuletzt nicht weiter gefallen ist. Der Beschäftigungsaufbau hat zuletzt an Dynamik verloren. Zum Jahresende erwarten wir einen Anstieg von unter 0,5% gg. Vj. Im Dezember 2018 hatte die Rate noch 1,2% betragen (Juli: 0,8%). Die Meldungen über Kurzarbeit – in den kommenden Monaten ein wichtiger Indikator – nehmen zu, insbesondere bei den Zulieferern der Automobilindustrie (während bei den Autobauern selbst bisher nur ein Unternehmen entsprechende Schritte plant). Im Juni erhielten 46.000 Arbeitnehmer Kurzarbeitergeld, verglichen mit 17.000 im Vorjahresmonat. Für August erwartet die Bundesagentur für Arbeit laut ihrem Monatsbericht auf Basis der bisher eingegangenen Anträge, dass die Zahl der Arbeitnehmer in Kurzarbeit wieder in etwa auf dem Niveau des Vorjahres liegen dürfte. Wie die Erfahrung aus dem Rezessionsjahr 2009 zeigt, ist ein kräftiger Rückschlag am Arbeitsmarkt eher unwahrscheinlich. Damals war die Beschäftigung trotz des wirtschaftlichen Einbruchs von 5,7% um gerade einmal 200.000



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

gesunken. Zwar stieg die Arbeitslosenquote in der Folge zunächst von 7,8% (Januar 2009) auf 8,3% im Juni, fiel aber anschließend sofort wieder. Angesichts von Fachkräftemangel und einer alternden Bevölkerung dürften die Unternehmen statt auf den Abbau von Arbeitsplätzen auch dieses Mal auf Kurzarbeit setzen (2009 erreichte die Zahl der Kurzarbeiter in der Spitze 1,4 Mio.), was nicht nur die Arbeitseinkommen stabilisieren, sondern auch die Sorgen der Arbeitnehmer um ihren Arbeitsplatz zerstreuen dürfte. Zwar ist im August der Saldo der im Rahmen des EU-Verbrauchervertrauen-Indexes befragten Personen, die im Verlauf der kommenden 12 Monate mit steigenden Arbeitslosenzahlen rechnen, leicht auf 24,4 (Durchschnitt 2018: 7,7) gestiegen, liegt damit aber immer noch weit unter dem Höchststand von 79,8 im März 2009.

Kein Konjunkturprogramm, aber Finanzpolitik wirkt expansiv

Die Finanzpolitik in Deutschland ist deutlich expansiver als das Festhalten der Regierung an der schwarzen Null auf den ersten Blick vermuten lässt. Tatsächlich dürfte der strukturelle Überschuss zwischen 2019 und 2021 (Gesamtstaat) um über 1 %-Punkt schrumpfen. In den folgenden Jahren ist dann ein leichtes Defizit zu erwarten. Wie von uns erwartet, wird von dem Klimapaket trotz seines Gesamtvolumens von EUR 54 Mrd. bis 2030 zunächst kein spürbarer Effekt auf die Konjunktur ausgehen. Das BMF beziffert das Programmvolumen für 2020 zwar auf EUR 8,9 Mrd., allerdings sind davon lediglich EUR 1,5 Mrd. zusätzliche Ausgaben. Mit einem staatlichen Konjunkturprogramm rechnen wir nicht. Dies setzt allerdings voraus, dass die deutsche Wirtschaft in keine schwere Rezession abrutscht. Gründe hierfür gäbe es einige, zum Beispiel ein ungeordneter Brexit oder eine weitere Verschärfung der US-Strafzölle auf EU-Autoimporte.

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

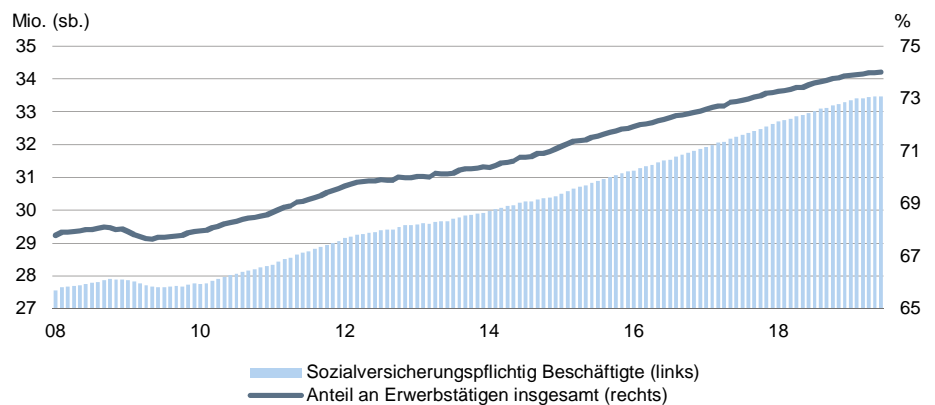


Deutscher Arbeitsmarkt: Konjunkturelle Schwäche hinterlässt ihre Spuren

Der robuste deutsche Arbeitsmarkt war bisher ein Stabilitätsanker in den konjunkturellen Unbilden der letzten 12 Monate. Nach den Rekordmeldungen der vergangenen Monate wirft die gegenwärtige Schwächephase der deutschen Wirtschaft aber die Frage auf, wie lange die komfortable Situation noch anhalten wird. Die Erwerbstätigkeit stieg im Juli nochmals leicht an und erreichte einen neuen Höchststand von 45,25 Mio. (+0,8% gg. Vj.), wenngleich die Veränderung zum Vormonat nur noch ein Plus von 14.000 Stellen aufwies.

Starkes Wachstum der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung

1



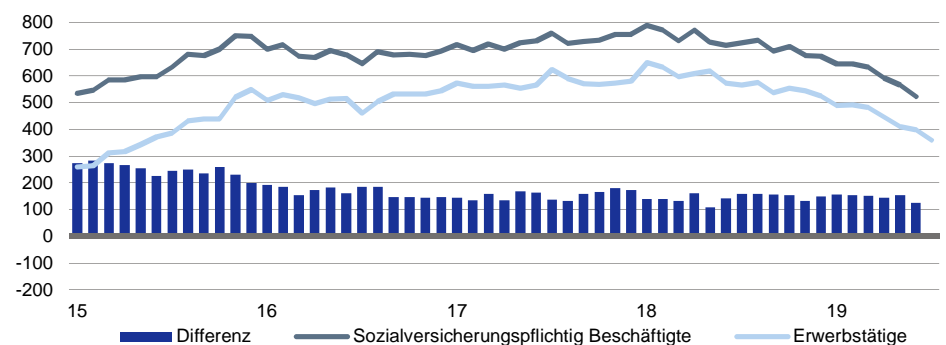
Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Der Anstieg in der jüngeren Vergangenheit war insbesondere durch eine Zunahme sozialversicherungspflichtiger Stellen gekennzeichnet (neuer Rekordwert im Juni mit rund 33,5 Mio. (+1,6% gg. Vj.). Auch hier zeigen die monatlichen Veränderungen inzwischen eine deutlich geringere Dynamik.

Beschäftigungsaufbau deutlich nachlassender Dynamik

2

Veränderung gg. Vj., '000 Personen



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

Die Arbeitsmarktfrühindikatoren ifo- und IAB-Beschäftigungsbarometer sowie die entsprechenden Unterkomponenten der Einkaufsmanagerindizes (PMI) signalisieren schon seit einiger Zeit eine Eintrübung der aktuellen Arbeitsmarktsituation und des weiteren Ausblicks.

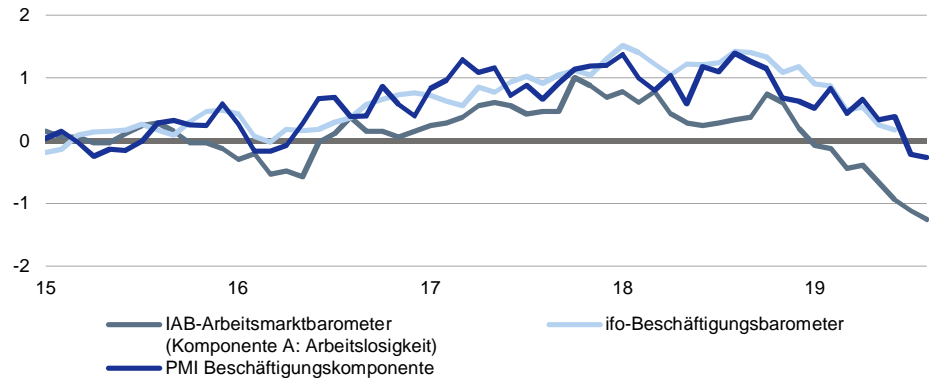


Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Arbeitsmarktindikatoren: Keine fundamental unterschiedliche Botschaft

3

Standardisierte Werte



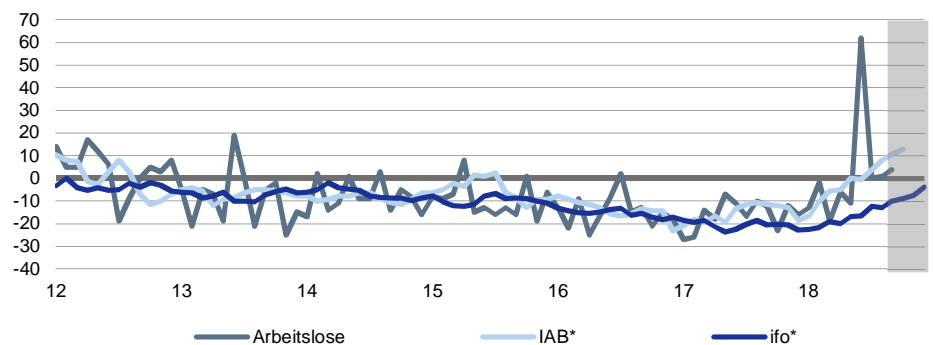
Quellen: Bundesagentur für Arbeit, ifo, IAB, Markit

Diese Entwicklung ist hauptsächlich auf den nachlassenden Beschäftigungsaufbau im Verarbeitenden Gewerbe zurückzuführen. Angesichts der anhaltenden Rezession in der deutschen Industrie ist bei nachlassender Kapazitätsauslastung (Q3: 83,9 gg. Q2: 85,3) ein weiterer Stellenabbau zu erwarten. Die Beschäftigungskomponente des entsprechenden PMI befindet sich seit März 2019 im kontraktiven Bereich von unter 50 Punkten und hat sich im September auf 43,2 Punkte verschlechtert. Für den Dienstleistungs- (Q3: 54,2 gg. Q2: 56,7) und Bausektor (Durchschn. Jul., Aug.: 51,9 gg. Q2: 53) signalisieren diese Indikatoren dagegen noch eine positive Beschäftigungsentwicklung.

Prognosen: IAB- und ifo-Barometer deuten auf Anstieg der Arbeitslosigkeit (s.b.)

4

Veränderung gg. Vm., Tsd.



* Einfache lineare Regression der Änderung der Arbeitslosenzahl basierend auf den Arbeitsmarktfrühindikatoren (1 bzw. 2 Monate verzögert).

Aufgrund der Sonderprüfung zum Vermittlungsstatus von ALG-II Empfängern kam es im Mai 2019 zu einem Anstieg der saisonbereinigten Arbeitslosenzahl um 62 Tsd. Nach Angaben der Bundesagentur für Arbeit hätte der Anstieg ohne den Sondereffekt bei 20-30 Tsd. gelegen.

Quellen: ifo, IAB, Bundesagentur für Arbeit

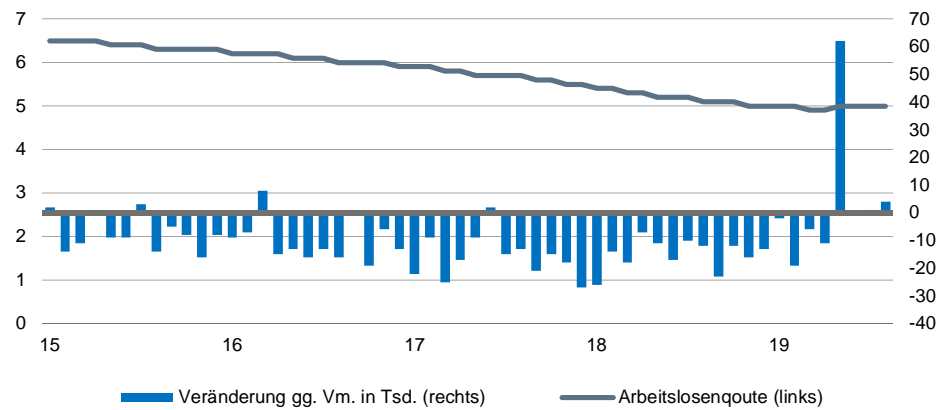
Die Entwicklung der saisonbereinigten Arbeitslosenzahl zeigt bereits deutliche Bremsspuren. Waren im Jahr 2018 noch stetige Rückgänge zu verzeichnen, ist diese Entwicklung am aktuellen Rand zum Erliegen gekommen. Wenngleich es im Mai 2019 hauptsächlich aufgrund eines Sondereffekts infolge der Überprüfung des Vermittlungsstatus von ALG II-Empfängern zu einem starken Anstieg von 62 Tsd. kam, zeigt sich auch in den Monaten Juni bis August eine Zunahme von 5 Tsd. Im Vorjahresvergleich dieser Monate schrumpfte die Zahl noch um deutliche 39 Tsd.



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Bremsspuren am Arbeitsmarkt

5

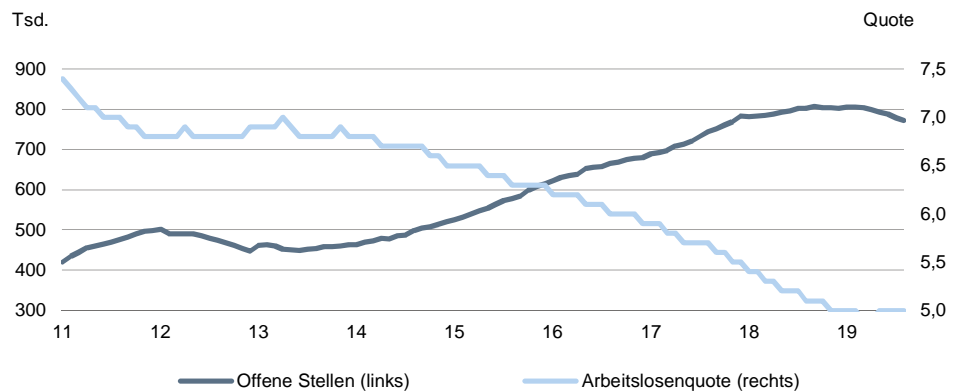


Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Gegenwärtig steht der deutsche Arbeitsmarkt noch gut da. Bei der Bundesagentur waren im August 772 Tsd. offene Stellen gemeldet. Die Arbeitslosenquote lag im August mit 5% leicht über dem historischen Tief von 4,9% (März, April). Der Arbeitsmarkt reagiert aber mit einer Verzögerung von sechs bis acht Monaten auf konjunkturelle Wendepunkte. Ausgehend von den Stimmungsindikatoren und den realwirtschaftlichen Vorgaben dürfte sich die Lage in den kommenden Monaten eintrüben.

Arbeitsmarkt: Fast Vollbeschäftigung, aber erste Bremsspuren

6



Quelle: Deutsche Bundesbank

In den folgenden Ausgaben unseres Ausblicks Deutschland werden wir die Entwicklungen am deutschen Arbeitsmarkt an dieser Stelle mit einer von Reihe von Grafiken kontinuierlich darstellen.

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

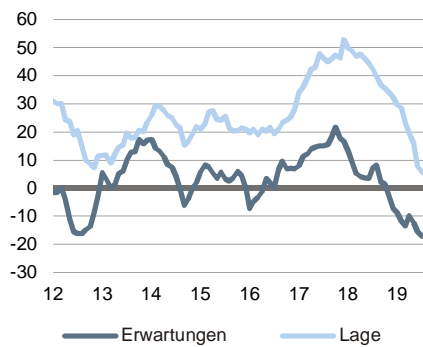


Deutsche Industrieproduktion dürfte 2019 um 4% sinken – leichtes Plus im Jahr 2020 erwartet

Schlechtere Stimmung

1

Verarbeitendes Gewerbe, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen

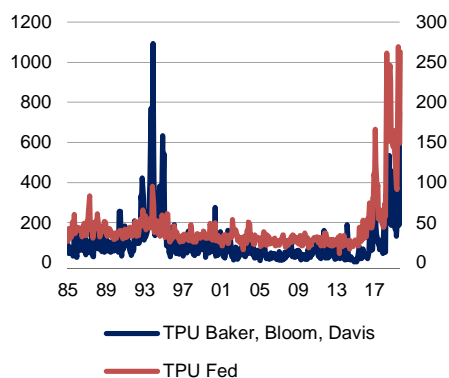


Quelle: ifo Institut

US: Handelspolitische Unsicherheit

2

1985-2010 = 100

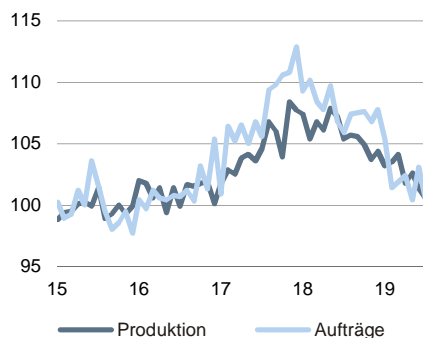


Quellen: Baker, Bloom, Davis, Deutsche Bank

Kaum Stabilisierung am aktuellen Rand

3

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

- Wir haben unsere Produktionsprognose für das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland nach unten revidiert und erwarten nunmehr für 2019 einen Rückgang um real 4% (zuvor: -1,5%). Wegen der anhaltenden Handelskonflikte sowie der Brexit-Unsicherheiten wird die Industrieproduktion bis zum Jahresende auf niedrigem Niveau bestenfalls seitwärts tendieren.
- Die außenwirtschaftlichen Störfeuer dürften auch 2020 noch dämpfend auf die globale Investitionstätigkeit und damit auf die Dynamik der deutschen Industriekonjunktur wirken. Bleibt jedoch eine weitere Eskalation aus, könnten Nachhol- und Lagereffekte sowie eine allmähliche Erholung der globalen Automobilnachfrage dafür sorgen, dass die inländische Produktion im Gesamtjahr um 0,5% steigt.

Beim Handelskonflikt zwischen den USA und China schlägt derzeit das Pendel zwischen höheren bzw. zusätzlichen Importzöllen auf der einen Seite und dem Bemühen um verbale Deeskalation auf der anderen Seite hin und her. Nach Schätzungen der Fed haben bis dato allein die erhöhten Zölle das Wachstum in den Industrieländern seit 2018 um fast 1%-Punkt reduziert (kumuliert). Wir erwarten nicht zuletzt aufgrund der 2020 anstehenden Präsidentschaftswahlen in den USA zwar eine leichte Deeskalation. Unter dem Strich überwiegt derzeit aber noch die Unsicherheit – in den USA habe das Maß der handelspolitischen Unsicherheit zuletzt neue Allzeithochs erreicht. Der Ausgang im Brexit-Drama ist so offen wie eh und je. Und parallel dazu sorgen singuläre geopolitische Ereignisse immer wieder für Unruhe (z.B. politische Proteste in Hongkong, Angriff auf Ölraffinerie in Saudi-Arabien mit steigenden Ölpreisen). Dies hat dazu beigetragen, dass sich das Investitionswachstum (Ausrüstungen und Bauten) in den G7-Staaten von durchschnittlich 3% im Jahr 2018 auf 1,5% im 2. Quartal abgeschwächt hat und der Welthandel im Sommer stagnierte.

Schlechte Stimmung, sinkende Kapazitätsauslastung

Die ungünstigen handels- und geopolitischen Rahmenbedingungen drücken seit vielen Monaten auf die Stimmung in der Industrie. So liegen die Geschäftserwartungen am aktuellen Rand auf dem niedrigsten Stand seit der Rezession 2008/09. Auch in den „harten Daten“ wie Produktion und Aufträgen setzt sich der Abschwung fort, wenngleich sich die Auslandsbestellungen zuletzt stabilisiert haben. Im 3. Quartal 2019 könnte die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland (auf Quartalsebene) zum fünften Mal in Folge sinken. Kapazitätsauslastung und Auftragsbestand geben ebenfalls nach, wobei das absolute Niveau in beiden Fällen noch auskömmlich ist.

Bis zum Jahresende ist nicht mit einer Entspannung bei den erwähnten Krisen zu rechnen – im Gegenteil: Bei einem Brexit ohne Austrittsvertrag wären kurzfristige Friktionen in der industriellen Wertschöpfungskette nicht zu vermeiden. Und die angedrohten US-Zölle auf Autoimporte aus der EU sind noch nicht vom Tisch. In unserem Hauptszenario erwarten wir allerdings – wie erwähnt – eine leichte Deeskalation des Handelskonflikts zwischen den USA und China. An einer weiteren Verschärfung dürften beide Seiten wegen der messbaren negativen Auswirkungen auf die heimische Industrie kein Interesse haben; 2020 ist zudem ein Wahljahr in den USA. Die wechselhafte US-Handelspolitik erschwert jedoch die Prognose zur Entwicklung der handelspolitischen Beziehungen zwischen den USA und China bzw. der EU.



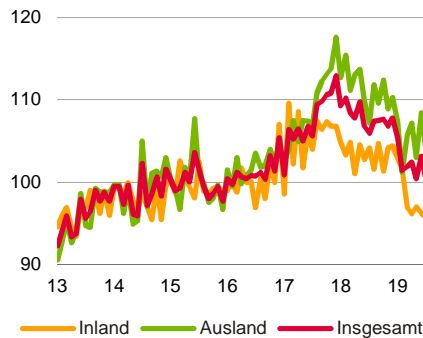
Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Industrieproduktion 2019: -4%; 2020: +0,5%

Inlandsaufträge enttäuschen

4

Verarbeitendes Gewerbe in DE, Auftragseingang, 2015=100

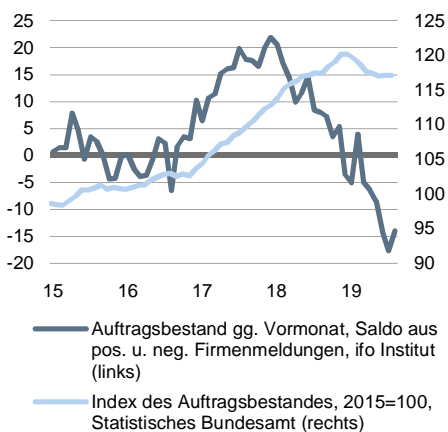


Quelle: Statistisches Bundesamt

Auftragsbestand der dt. Industrie sinkt auf hohem Niveau

5

Verarbeitendes Gewerbe in Deutschland

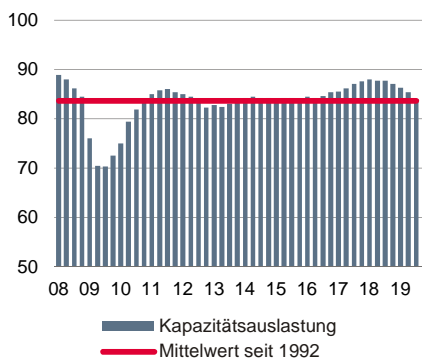


Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Kapazitätsauslastung stetig rückläufig

6

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, %



Quelle: ifo Institut

Wir haben unsere Produktionsprognose für das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland revidiert und erwarten nunmehr für das Jahr 2019 einen Rückgang um real 4% (zuvor: -1,5%). Dies wäre das stärkste Minus seit 2009; damals brach die Industrieproduktion allerdings um gut 17% ein. Insofern ist die Rezession der Industrie schmerzlich, aber für die Unternehmen verkraftbar, zumal ihre Liquiditätsausstattung nach wie vor sehr komfortabel ist. Der seit 2010 anhaltende Beschäftigungsaufbau im Verarbeitenden Gewerbe kommt aktuell zum Erliegen. Zudem wachsen die Erzeugerpreise am aktuellen Rand deutlich langsamer als im Durchschnitt der Jahre 2017 und 2018.

Im Jahr 2020 könnte die Industrieproduktion in Deutschland leicht zulegen. Wir rechnen mit einem Plus von 0,5%, wobei die Prognose wegen der erwähnten externen Effekte unsicher ist. Nach einer recht langen konjunkturellen Schwächephase dürften Nachhol- und Lagereffekte für Nachfrageimpulse sorgen. Sollten sich die Handelskonflikte abmildern, wird die Investitionsbereitschaft in wichtigen deutschen Exportmärkten zunehmen.

Auf Branchenebene rechnen wir damit, dass 2019 alle wichtigen Industriebranchen – mit Ausnahme des Ernährungsgewerbes – ein Produktionsminus verzeichnen werden. Der stärkste Rückgang (Prognose: -7%) dürfte in der Automobilindustrie anfallen. Aber auch in den anderen Investitionsgütersektoren, dem Maschinenbau und der Elektrotechnik, sowie in der Chemieindustrie, der Metall- und der Kunststoffindustrie dürfte die Fertigung um etwa 2 bis 4% sinken.

2020 könnte die Automobilindustrie dagegen den stärksten Produktionsanstieg unter allen Industriebranchen verzeichnen. Wir erwarten, dass sich die globale Autonachfrage 2020 allmählich erholen wird (China). Ferner läuft die Produktion wichtiger neuer Automodelle in Deutschland an, bei denen die Vorgängervarianten 2019 am Ende des Modellzyklus angekommen sind und daher nicht mehr so stark nachgefragt werden. Es gibt auch einen statistischen Grund, warum wir 2020 mit einem spürbaren Anstieg der Produktion in der Automobilindustrie rechnen: Das Jahr 2019 wird voraussichtlich mit einem erheblichen statistischen Überhang enden (siehe auch den Beitrag zur Automobilkonjunktur in dieser Ausgabe). In den meisten anderen Industriesektoren rechnen wir mit einem allenfalls kleinen Produktionsplus (nicht über 2%). In der Chemieindustrie (ohne Pharma) erwarten wir für 2020 sogar ein fortgesetztes Fertigungsminus, wobei strukturelle Faktoren wie der sinkende Kapitalstock hierbei eine Rolle spielen.

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



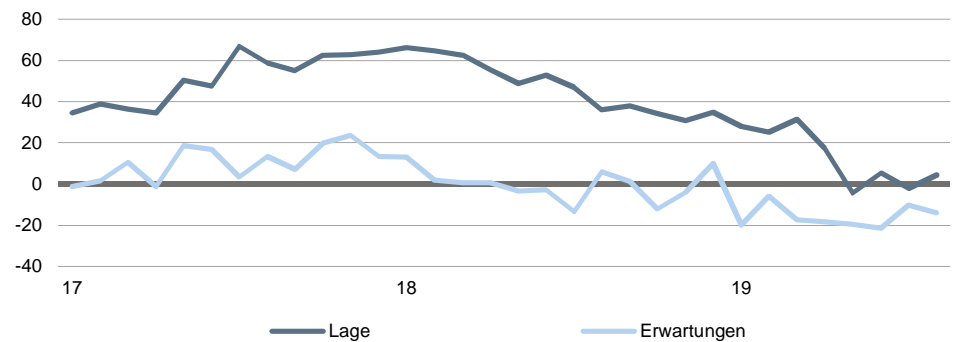
Deutsche Automobilkonjunktur: Die Talsohle rückt in Sicht

Die Automobilindustrie ist – gemessen am Umsatz – die größte deutsche Industriebranche. Ihre Entwicklung ist daher ausschlaggebend dafür, wann die deutsche Industrie die seit dem 3. Quartal 2018 anhaltende Rezession überwinden kann. Im 1. Halbjahr 2019 hat sich der Abwärtstrend bei der Produktion fortgesetzt, was auf die deutlich abgeschwächte globale Nachfrage zurückzuführen ist. Die Stimmungsindikatoren in der Branche lagen in den letzten Monaten überwiegend im negativen Bereich. Die Inlands- und Auslandsaufträge entwickelten sich am aktuellen Rand unterschiedlich. Ein Rückschlag für die deutsche Automobilindustrie wäre es, wenn die USA, wie mehrfach angedroht, ihre Zölle auf Autoimporte aus der EU erhöhen würde. Eine Entscheidung hierzu steht vermutlich bis November an.

ifo Geschäftsklima in der deutschen Automobilindustrie

1

Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen (%)



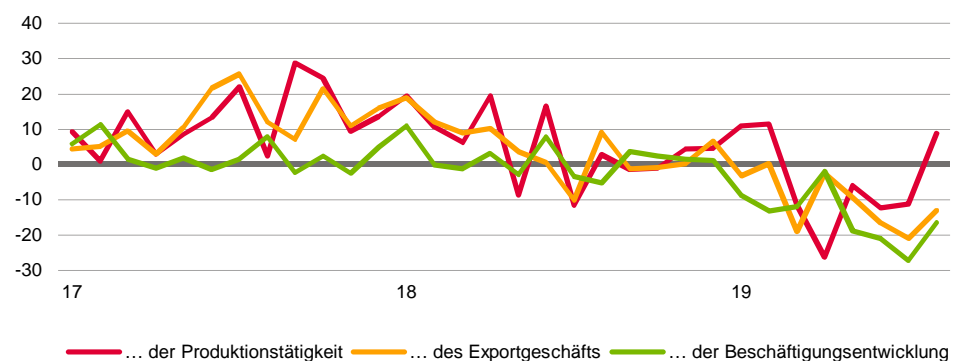
Quelle: ifo

Grafik 1: Die Geschäftserwartungen der deutschen Automobilindustrie liegen seit Jahresbeginn im negativen Bereich. Hierfür ist u.a. die schwächere globale Autonachfrage maßgeblich. Zuletzt ist zumindest keine weitere Verschlechterung zu verzeichnen. Im August schätzten die Unternehmen ihre aktuelle Lage wieder positiv ein. Der Auftragsbestand in der Branche liegt noch auf hohem Niveau und entwickelt sich zuletzt seitwärts.

ifo-Erwartungen hinsichtlich...

2

Automobilindustrie in Deutschland, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen (%)



Quelle: ifo



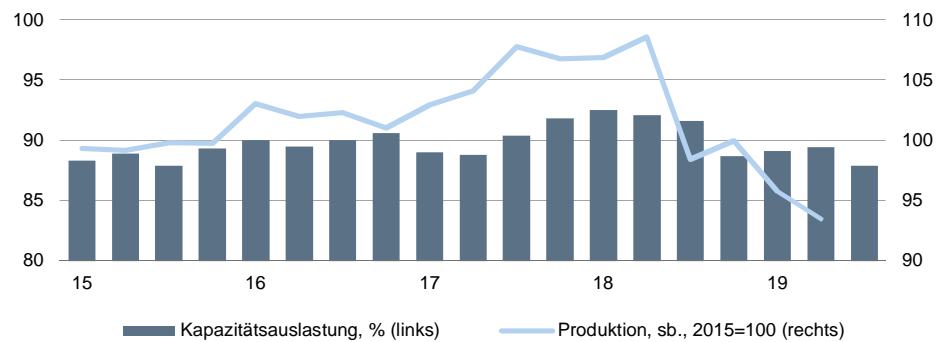
Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Grafik 2: Die pessimistische Erwartungshaltung der Branche spiegelt sich auch in den Unterkomponenten des ifo-Konjunkturtests wider. Allerdings zogen die Produktions-, Export- und Beschäftigungserwartungen im August spürbar an. Die Produktionserwartungen kehrten sogar in den positiven Bereich zurück. Wir erwarten, dass die Beschäftigung in der Branche 2019 leicht sinkt.

Produktion und Kapazitätsauslastung

3

Automobilindustrie in Deutschland



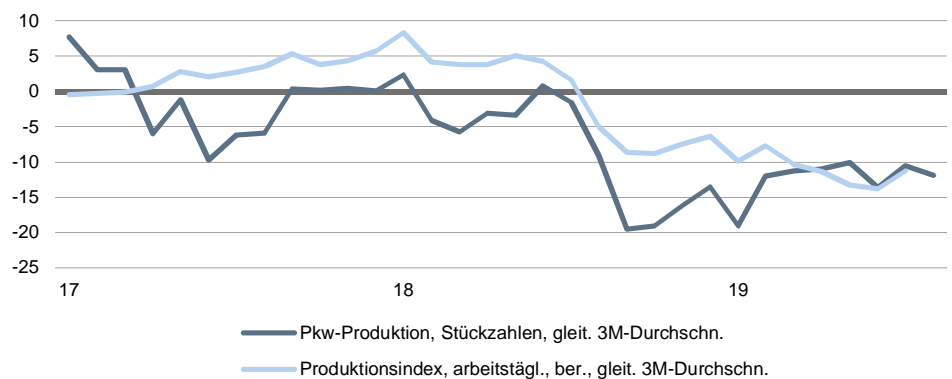
Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

Grafik 3: Die Kapazitätsauslastung in der deutschen Automobilindustrie lag Anfang des 3. Quartals 2019 deutlich unter dem Durchschnitt von 2018, aber noch immer über dem langjährigen Mittelwert. Der jüngste Rückgang der Kapazitätsauslastung deutet darauf hin, dass der Tiefpunkt bei der inländischen Produktion im 3. Quartal wohl noch nicht erreicht ist. Der jüngste Anstieg bei den Produktionserwartungen und erste Anzeichen für eine Stabilisierung der globalen Autonachfrage geben aber Anlass zur Hoffnung.

Automobilproduktion in Deutschland

4

% gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, VDA

Grafik 4: Die stückzahlmäßige Pkw-Produktion in Deutschland lag in den ersten Monaten von 2019 deutlich unter dem Vorjahreswert, auch wenn im August ein Plus von 1% gg. Vj. zu verzeichnen war. Das Minus fällt beim Produktionsindex, der auch qualitative Komponenten umfasst (z.B. bessere Ausstattung), grundsätzlich weniger kräftig aus. Der Produktionsindex sank im 2. Quartal um 2,3% gg. Vq. Im 3. Quartal ist wieder ein Plus gg. Vq. möglich. Ohnehin dürften im 2. Halbjahr 2019 im Vorjahresvergleich wieder positive Wachstumsraten erzielt werden, weil die Vergleichsbasis in H2 2018 durch den WLTP-Effekt nach unten gezogen wurde. Allerdings wird die inländische Produktion im Gesamtjahr deutlich schrumpfen. Für 2020 rechnen wir dagegen mit einem Fertigungsplus.

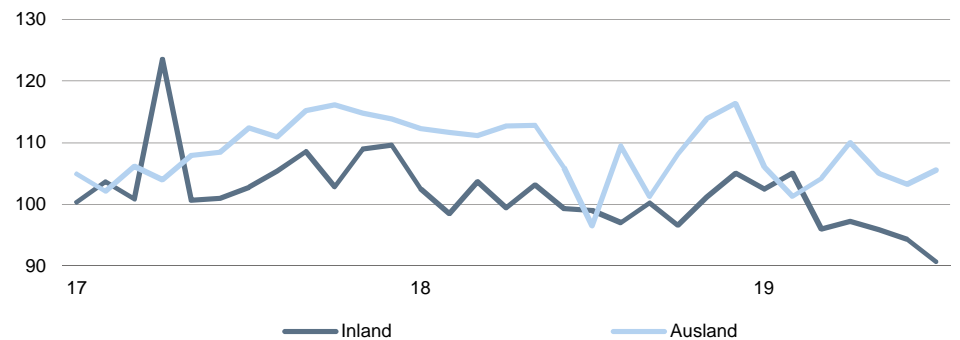


Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Auftragseingang in der deutschen Automobilindustrie

5

sb., 2015=100



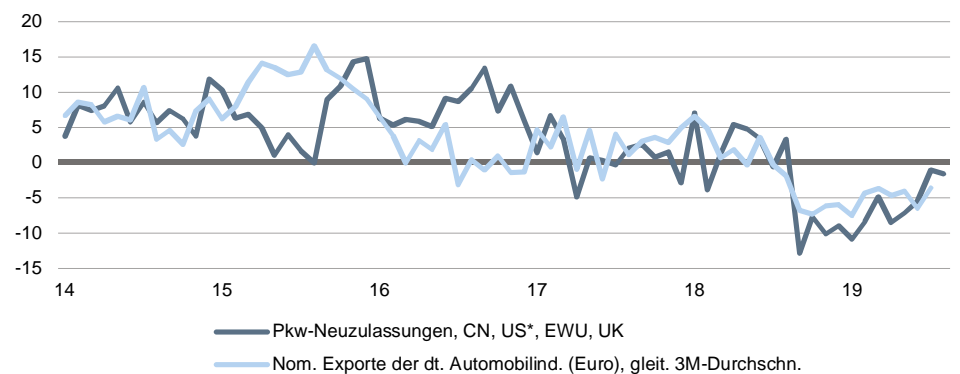
Quelle: Statistisches Bundesamt

Grafik 5: Die Auftragseingänge aus dem Inland und die Auslandsbestellungen entwickelten sich im Juli gg. Vm. unterschiedlich (-2,2% bzw. 2,2%). Insgesamt zeichnet sich bei den Auftragseingängen in den letzten Monaten jedoch eine Stabilisierung ab. Die Pkw-Neuzulassungen tendierten in den ersten acht Monaten von 2019 seitwärts auf hohem Niveau. Bei den Auslandsbestellungen könnte sich im 4. Quartal die leichte Erholung fortsetzen.

Globale Autonachfrage und Exporte der deutschen Automobilindustrie

6

% gg. Vj.



* Light vehicles

Quellen: ACEA, Bureau of Economic Analysis, China Automotive Information, Statistisches Bundesamt

Grafik 6: Die schwache Autonachfrage in wichtigen deutschen Exportmärkten zum Jahresende 2018 und den ersten Monaten von 2019 hatte rückläufige Ausfuhren der deutschen Automobilindustrie zur Folge. Die Exporte dürften im Gesamtjahr sinken. Allerdings ist eine relative Belebung der globalen Autonachfrage in Sicht.

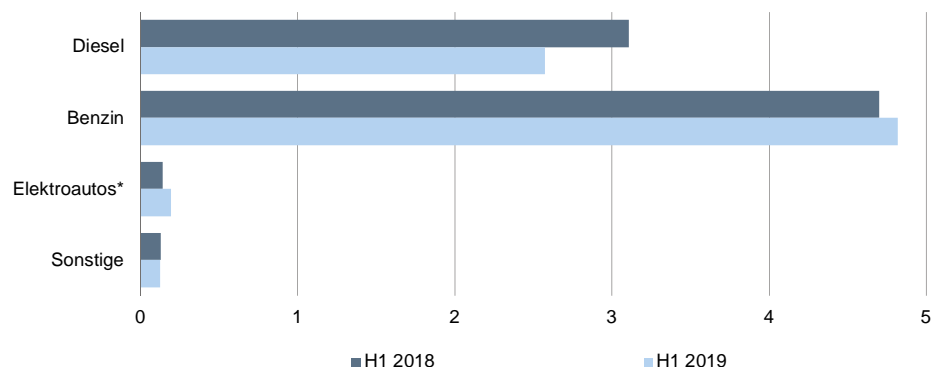


Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Pkw-Neuzulassungen in der EU nach Antriebsart

7

Mio., Einheiten



* Batterieelektrisch, Plug-in-Hybride, Range Extender, Brennstoffzelle

Quelle: ACEA

Grafik 7: Abgesehen vom aktuellen Konjunkturzyklus setzen Autohersteller und Kfz-Zulieferer ihre Anstrengungen fort, die Produktion von Elektrofahrzeugen bzw. entsprechenden Zulieferteilen und Ausrüstungen in ihren Fabriken zu steigern. Immer mehr Modelle befinden sich im Angebot. Gemessen an der gesamten Pkw-Produktion bleibt der Anteil der Elektrofahrzeuge jedoch auch 2020 noch klein. Insofern schlägt sich dieser evolutionäre Wandel bei den Antriebstechnologien noch nicht so stark in den Produktionszahlen nieder. Grundsätzlich positiv für den Produktionswert ist, dass Elektrofahrzeuge derzeit im Durchschnitt teurer sind als entsprechende Fahrzeuge mit Verbrennungsmotor. Der technologische Wandel stellt die globale (und nicht nur die deutsche!) Automobilindustrie vor große Herausforderungen, denn er wird bislang vor allem durch strenge staatliche CO₂-Grenzwerte für Pkw und weniger durch Marktkräfte getrieben. Die Autokäufer sind bislang noch zurückhaltend, zumindest solange keine kräftigen Subventionen gewährt werden. Hohen Investitionen steht also ein kleiner Markt gegenüber. Aber noch einmal: Dies ist kein spezifisches Problem der deutschen Automobilindustrie.

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

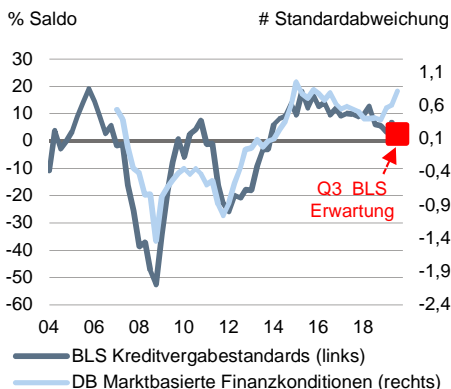


EZB: Staffelübergabe an Brüssel und Berlin

- Welche Zentralbank würde schon einräumen, dass sie ihre Mittel praktisch ausgeschöpft hat. Die EZB zumindest dürfte aus unserer Sicht ihr Pulver weitgehend verschossen haben. Auch wenn das jüngst von ihr beschlossene Paket ein breites Bündel an Maßnahmen beinhaltet und deren Bewertung eine detaillierte mikrobasierte Untersuchung erfordert, scheint eines sicher zu sein: Die davon ausgehenden Wirkungen auf die Realwirtschaft werden eher begrenzt sein. Selbst Abwärtsrisiken für die Konjunktur sind nicht ausgeschlossen, sollten die aufgrund des unbefristeten Anleihekaufprogramms hervorgerufenen Belastungen für den Bankensektor nicht durch das eigens für ihn geschnürte Paket abgemildert werden.
- Warum die EZB bei der Ausgestaltung ihres jüngsten Maßnahmenpakets neben den Banken auch die Finanzpolitik im Blick hatte, ist für uns nur bedingt nachvollziehbar. Z.B. dann, wenn die „Reversal rate“ („Umkehrzins“, ab dem weitere Zinssenkungen mehr schaden als nutzen) tatsächlich deutlich unter dem derzeitigen Zinsniveau liegt. Wir – wie auch die EZB – glauben dies aber nicht. So deutet das ungewöhnliche Auseinanderdriften der finanzmarkt- und bankbasierten Finanzierungsbedingungen aus unserer Sicht darauf hin, dass die Banken ihre Kreditvergabe bei weiter fallenden Renditen nicht länger ausweiten, und damit die Reversal rate bereits mehr oder weniger erreicht ist. Der wiederholte Hinweis von EZB-Präsident Draghi auf die potenziellen Nebenwirkungen der Niedrigzinspolitik für die Banken geht in dieselbe Richtung. Auch seine Nachfolgerin Christine Lagarde hat zuletzt ähnliche Bedenken geäußert.
- Ebenso denkbar wäre, dass die EZB das Paket in der festen Überzeugung geschnürt hat, die Fiskalpolitik würde künftig einen größeren Beitrag leisten und das reale Wirtschaftswachstum über eine Ankurbelung der Investitionstätigkeit stimulieren. Eine höhere gesamtwirtschaftliche Nachfrage würde schließlich auch den Banken zugutekommen. Zumindest bezüglich der Forderung nach einer expansiveren Fiskalpolitik herrschte – im Gegensatz zu den übrigen Beschlüssen – Einstimmigkeit im Rat. Die Zusammensetzung des jüngsten Maßnahmenbündels ist also nicht zwangsläufig zum Scheitern verurteilt. Dies setzt allerdings voraus, dass die Zuversicht der EZB in eine expansivere Fiskalpolitik nicht enttäuscht wird.
- Der Staffelstab liegt damit in den Händen Brüssels und insbesondere in den Händen Berlins. Doch der Stabwechsel bei der Nachfragesteuerung von der Geld- zur Fiskalpolitik dürfte alles andere als nahtlos ablaufen. Angesichts der Neubesetzung wichtiger Posten in der EU-Kommission und der jüngsten Äußerungen aus Berlin, nur im Falle eines wirtschaftlichen Schocks die fiskalpolitischen Zügel lockern zu wollen, muss es wohl erst noch schlimmer kommen, bevor es endlich wieder besser wird.

Banken verschärfen Kreditvergabebedingungen trotz lockerer Finanzmarktbedingungen

1



Quellen: Bloomberg Finance LP, EZB, Deutsche Bank

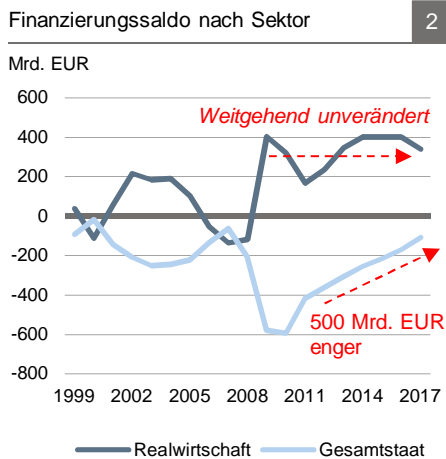
Den Worten in Sintra folgen nun Taten

Nachdem Mario Draghi in Sintra eine Fülle an Maßnahmen in Aussicht gestellt hatte, hat er seinen Worten nun Taten folgen lassen. Das auf seiner vorletzten Sitzung als EZB-Präsident verkündete Maßnahmenpaket aus Zinssenkungen, Staffelzinsen, unbefristeten Anleihekäufen, Guidance und TLTRO-III sollte freilich nicht darüber hinwegtäuschen, wie begrenzt der geldpolitische Handlungsspielraum inzwischen ist. Die jüngste Sitzung bestärkt uns vielmehr in unserer Ansicht, dass die Geldpolitik allmählich an ihre Grenzen stößt. Innerhalb ihres aktuellen Mandats dürfte sie in Summe kaum noch für positive Impulse im Euroraum sorgen können. Die Fiskalpolitik wäre unserer Meinung nach nunmehr das wirksamere Instrument.



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Finanzmarkt- und bankbasierte Finanzierungsbedingungen weisen üblicherweise eine positive Korrelation auf (Grafik 1), was die Umsetzung geldpolitischer Entscheidungen erleichtert. Denn sinkende Renditen und eine höhere Kreditvergabe seitens der Banken sind dann kein Widerspruch (da normalerweise der Rückgang der Nettozinssmargen durch das stärkere Kreditwachstum mehr als kompensiert wird). Im Laufe des Jahres kam es jedoch zu einem Bruch in der Korrelation. Seither laufen die finanzmarkt- und bankbasierten Finanzierungsbedingungen auseinander, was ein Indiz dafür sein könnte, dass die anhaltende Verflachung der Renditekurve allmählich ihre Spuren bei den Banken hinterlässt. Mit anderen Worten: Die Reversal rate, ab der eine weitere Lockerung mehr schadet als nutzt, könnte nunmehr erreicht sein. Diese Entkopplung zwischen Renditen und Kreditvergabe erschwert die Arbeit der EZB, da weiter sinkende Renditen nicht mehr mit einer höheren Kreditvergabe einhergehen und sich die EZB daher entweder für sinkende Renditen oder eine stärkere Kreditvergabe entscheiden muss.



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank

Beim jüngsten Maßnahmenpaket scheinen diese Erwägungen zumindest keine Rolle gespielt zu haben. Auch dieses Mal hat die EZB ein klares Bekenntnis vermieden. Statt sich zwischen der Ankurbelung der Kreditvergabe und Impulsen für die Fiskalpolitik zu entscheiden, setzt sie erneut auf beide Optionen. Dies ist zwangsläufig zum Scheitern verurteilt.

Mit Blick auf die Banken wurden der Einlagenzinssatz um 10 Bp. (und damit weniger kräftig als vom Markt erwartet) gesenkt. Zugute kommen ihnen zudem die Einführung eines Staffelnzinses sowie günstigere TLTRO-III-Konditionen und die präzisere Formulierung der Forward guidance (je glaubwürdiger das Inflationsziel, desto geringer das Risiko eines ungeordneten „Deleveraging“ und desto besser der Ausblick für die Nettokreditvergabe).

Die Fiskalpolitik hingegen profitiert von der Neuauflage des Anleihekaufprogrammes. Demnach will die EZB so lange wie nötig jeden weiteren Monat zusätzliche Anleihen im Volumen von EUR 20 Mrd. ankaufen bzw. in ihren Bestand nehmen. Freilich gilt für Geld- und Fiskalpolitik das Unabhängigkeitsgebot. Gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung gemäß Artikel 123 würde die EZB zwar nicht verstoßen. Unter der Annahme, dass sie Staats- und Unternehmensanleihen im gleichen Verhältnis wie bei QE1 aufkauft, würde sie in etwa das bei einem Einbruch des BIP um 1% (gegenüber Trend) resultierende zusätzliche Angebot an Staatsanleihen (zyklischer Effekt auf die Emissionstätigkeit) sowie eine Lockerung der Fiskalpolitik um 1% des BIP (struktureller Effekt auf die Emissionstätigkeit) finanzieren. Mit dem erneuten Kaufprogramm droht aber eine dauerhafte Verflachung der Renditekurve – zum Schaden der Banken.

Warum die EZB sowohl Banken als auch Fiskalpolitik im Visier haben könnte

Weshalb die EZB bei der Ausgestaltung ihres jüngsten Maßnahmenpakets neben den Banken auch die Fiskalpolitik im Blick hatte, ist für uns kaum nachvollziehbar, es sei denn eine der folgenden beiden Prämissen träfe zu:

Erstens, die Reversal rate ist deutlich niedriger als der aktuelle Leitzins. Die Äußerungen während der Pressekonferenz legen allerdings nahe, dass die EZB nicht davon ausgeht. Vielmehr verwies Draghi wiederholt darauf, dass die EZB die potenziell (schädlichen) Nebenwirkungen der aktuellen Niedrigzinsen auf die Kreditvergabe der Banken genau im Blick hat. Da die Reversal rate keine beobachtbare Größe ist – wie wir an anderer Stelle bereits näher ausgeführt haben – scheint es für die EZB sinnvoll zu sein, sich über weitere graduelle Zins-



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

senkungen daran heranzutasten. Wann der Umkehrzins erreicht ist, hängt zudem von den übrigen zum Einsatz kommenden geldpolitischen Maßnahmen ab, da dabei komplexe und gegenläufige Effekte involviert sein könnten.

Im besten Fall sind Draghis Äußerungen als Indiz zu werten, dass die EZB die Kreditvergabe stets genau beobachtet hat, um sofort gegenzusteuern, sobald die Reversal rate erreicht wäre. Es ist aber ebenso denkbar, dass bei der EZB Unsicherheit herrscht, wie nahe man bereits an den Niveaus ist, ab denen weitere Zinssenkungen mehr schaden als nutzen. Bis auf Weiteres gehen wir aber davon aus, dass die EZB den Einlagenzinssatz – wie in unserem Basisszenario erwartet – im Dezember um weitere 10 Bp. reduzieren wird. Auch wir werden die Entwicklung der Kreditvergabe in den kommenden Monaten aufmerksam verfolgen. Spätestens wenn am 22. Oktober die Ergebnisse des nächsten Bank Lending Survey vorliegen, in den zumindest die jüngste Zinssenkung – wenn auch nicht der Staffelnzins und die Neuauflage von QE – eingeflossen sein dürfte, wird sich wohl zeigen, ob diese weitere Zinssenkung den Kreditvergabe-standards eher geschadet oder genutzt hat.

Zweitens, die EZB ist der festen Überzeugung, dass die Fiskalpolitik in die Bresche springt und künftig einen größeren Beitrag zur Stimulierung der Konjunktur leistet. Anleihekäufe im moderaten Stil scheinen zumindest insofern gerechtfertigt, als die fiskalpolitischen Hebel dann leichter umgelegt werden könnten. Tatsächlich wurde der Ruf nach der Fiskalpolitik im Verlauf der Pressekonferenz lauter. So verwies Draghi unter anderem auf die Pressemitteilung, in der nun „zeitnahe und wirksame Maßnahmen“ gefordert wurden. Auch im Hinblick auf die hochverschuldeten Länder schlägt die EZB inzwischen neue Töne an. Hatte sie zuvor auf die Aufstockung der Finanzpolster gedrängt, mahnt sie die Regierungen nun, durch „umsichtige“ Politik ein Umfeld zu schaffen, in dem automatische Stabilisatoren frei wirken können. Zusätzlich Nachdruck verlieh Draghi dem Thema, unmittelbar bevor er die Mehrheitsverhältnisse für die jeweiligen Beschlüsse erläuterte: Im Rat herrsche Einstimmigkeit, dass die Fiskalpolitik jetzt das „Hauptinstrument werden müsse“.

Wir teilen diese Meinung. Im aktuellen Umfeld wäre die Fiskalpolitik tatsächlich ein wirksames Instrument. Schließlich sparen die Staaten durch die Niedrigzinsen seit Jahren kräftig bei den Fremdkapitalkosten, woran sich so bald nichts ändern dürfte. Aufgrund des sehr niedrigen Zinsumfelds dürften die fiskalpolitischen Multiplikatoren sehr groß sein. Mehr staatliche Investitionen dürften den Übergang zu einem stärker auf die Binnenkonjunktur ausgerichteten Wirtschaftsmodell erleichtern und in der Folge für ein höheres Trendwachstum sorgen. Steigt r^{*11} , nimmt auch die Wirksamkeit der Geldpolitik zu.

Auch die Banken würden von einer expansiven Fiskalpolitik profitieren. Für die Entwicklung der Gesamtkapitalrenditen ist die Aufhellung der Wachstumsaussichten, die aus einer expansiv wirkenden Fiskalpolitik resultieren dürfte, ein wichtigerer Faktor als die Zinsen. Spränge die Fiskalpolitik also in die Bresche, hätte dies positive Effekte für die Rentabilität der Banken. Ebenso denkbar ist freilich, dass die EZB in der festen Überzeugung, die nachteiligen Wirkungen der flachen Zinsstrukturkurve auf die Banken würden am Ende durch einen Wechsel in der Fiskalpolitik aufgewogen, ein Paket geschnürt hat, das sowohl Elemente zugunsten der Banken als auch der Fiskalpolitik umfasst.

Die Zusammensetzung des jüngsten Pakets ist also nicht zwangsläufig zum Scheitern verurteilt, allerdings nur, wenn die Zuversicht der EZB nicht enttäuscht wird. Der Staffelnstab liegt nun also in Händen Brüssels, vor allem aber auch in denen Berlins. Angesichts der Neubesetzung wichtiger Posten in der EU-

¹¹ r^* bezeichnet den natürlichen bzw. neutralen realen Gleichgewichtszins. Das Konzept geht zurück auf Knut Wicksell (1898), Geldzins und Güterpreise: eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen, Jena, G. Fischer, S.93. Aktuelle Forschungsergebnisse und weiterführende Literaturangaben finden sich im Bundesbank-Monatsbericht vom Oktober 2017.



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Kommission und der jüngsten Äußerungen aus Berlin, nur im Falle eines wirtschaftlichen Schocks die finanzpolitischen Zügel lockern zu wollen, muss es aber wohl erst noch schlimmer kommen, bevor es endlich wieder besser wird.¹²

Die Beschlüsse der EZB im Detail

Zinssenkung um 10 Bp. Der Einlagenzinssatz wurde wie von uns erwartet von -0,4% auf -0,5% gesenkt und die Formulierung „oder niedriger“ unverändert beibehalten.

Staffelzins: Mit Wirkung vom 30. Oktober wird ein zweistufiges System für die Verzinsung der Reserveguthaben eingeführt. Danach wird der Umfang des Reserveguthabens, der die Mindestreserveanforderungen um ein Sechsfaches übersteigt, vom Einlagensatz befreit. Vorbild ist das Schweizer Modell. Auf rund EUR 790 Mrd. von EUR 1,77 Bill. (ca. 45%) würden dann keine Negativzinsen mehr fällig. Zudem behält sich die EZB zukünftige Änderungen des Multiplikators vor. Relativ gesehen würde dies vor allem den Banken in der Peripherie zugutekommen, da sie weniger Überschussliquidität halten. Banken in den Kernländern hingegen würden aufgrund der höheren Reserveguthaben zwar absolut betrachtet in höherem Umfang von der Befreiung profitieren, aber weiterhin die Hauptlast des negativen Einlagenzinssatzes tragen.

Forward guidance (Zinsen): Der Zinsausblick ist nicht mehr an einen konkreten Zeitraum, sondern an die Erfüllung des Inflationsziels gebunden. So geht der Rat davon aus, „dass die EZB-Leitzinsen so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis wir feststellen, dass sich die Inflationsaussichten in unserem Projektionszeitraum deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liegt, und dass sich diese Annäherung in der Dynamik der Kerninflation durchgängig widerspiegelt“.

Mit den Formulierungen „deutliche“ Annäherung an das Inflationsziel sowie Bewertung der „Dynamik der Kerninflation“ bindet sich die EZB stärker als bisher an die Inflation, wobei die zugrundeliegende Dynamik im Fokus steht. Die Formulierung „Symmetrie des Inflationsziels“ wurde aus der Pressemitteilung (aber nicht aus Draghis Statement) gestrichen. Selbst für uns als aufmerksame EZB-Beobachter sind die neuen Formulierungen schwer zu interpretieren. Allerdings ist nach Amtsantritt der neuen EZB-Präsidentin Christine Lagarde wohl eine Überarbeitung der geldpolitischen Strategie, einschließlich des Inflationsziels, geplant, wie Draghi während der an die Pressekonferenz anschließenden Frageunde andeutete.

QE im monatlichen Volumen von EUR 20 Mrd. mit offenem Ende. Die Nettoankäufe von Vermögenswerten werden ab 1. November mit einem monatlichen Volumen von EUR 20 Mrd. wieder aufgenommen. Das Programm läuft unbegrenzt und soll laut der Zins-Guidance erst eingestellt werden, „kurz bevor die EZB die Leitzinsen anhebt“. Die Guidance zur zeitlich unbegrenzten Dauer von QE kam für uns zwar überraschend (zumal eine Neuauflage aus unserer Sicht keineswegs sicher war), ein radikaler Wechsel ist dies freilich nicht. Umso mehr, da die Märkte davon ausgingen, dass die neuen Anleihekäufe so lange fortgesetzt würden, bis das Inflationsziel erreicht ist.

Weitere Details, insbesondere zur Zusammensetzung der neuen Nettoankäufe, wurden nicht bekanntgegeben. Laut Draghi wurde diese Frage im Rat nicht diskutiert, es sei jedoch von einer ähnlichen Struktur wie bei früheren Käufen auszugehen. Enttäuschend ist aus unserer Sicht, dass weder eine stärkere Gewichtung von privaten Vermögenswerten in Aussicht gestellt wurde, noch eine Anhebung der Obergrenzen zur Diskussion stand, was wohl ein Indiz dafür ist, wie

¹² Für eine detailliertere Analyse siehe „The limits of fiscal policy“. Focus Europe. 31. Juli 2019.



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

hart innerhalb des Rats um die Wiederaufnahme des Programms gerungen wurde. Bei einem monatlichen Volumen von EUR 20 Mrd. dürfte die EZB bei Bundesanleihen zwar frühestens in 3 ½ Jahren¹³ an die geltende Obergrenze stoßen. Das neue QE-Programm wäre aber um einiges glaubwürdiger, wenn noch Luft nach oben bestünde, etwa durch höhere PSPP-Obergrenzen oder eine Ausweitung des infrage kommenden Anlageuniversums. Es bleibt abzuwarten, ob die EZB vor dem Neustart der Ankäufe hier noch nachlegt. Gelegenheit dazu hätte sie auf der nächsten Sitzung am 24. Oktober.

Günstigere TLTRO-III-Konditionen. Der Aufschlag von 10 Basispunkten über dem durchschnittlichen Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte wird – wie von uns erwartet – abgeschafft. Zudem wird die Laufzeit für TLTRO-III von zwei auf drei Jahre verlängert (dieser längere Zeitraum ist besser auf die Laufzeit von Bankkrediten abgestimmt), mit der Möglichkeit der freiwilligen Rückzahlung nach zwei Jahren.

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

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

¹³ Unter der Annahme, dass staatliche/private Vermögenswerte im Verhältnis 75:25 gewichtet werden – wie 2018, als die EZB Anleihen in vergleichbarem Umfang von EUR 15-30 Mrd. pro Monat aufkaufte.



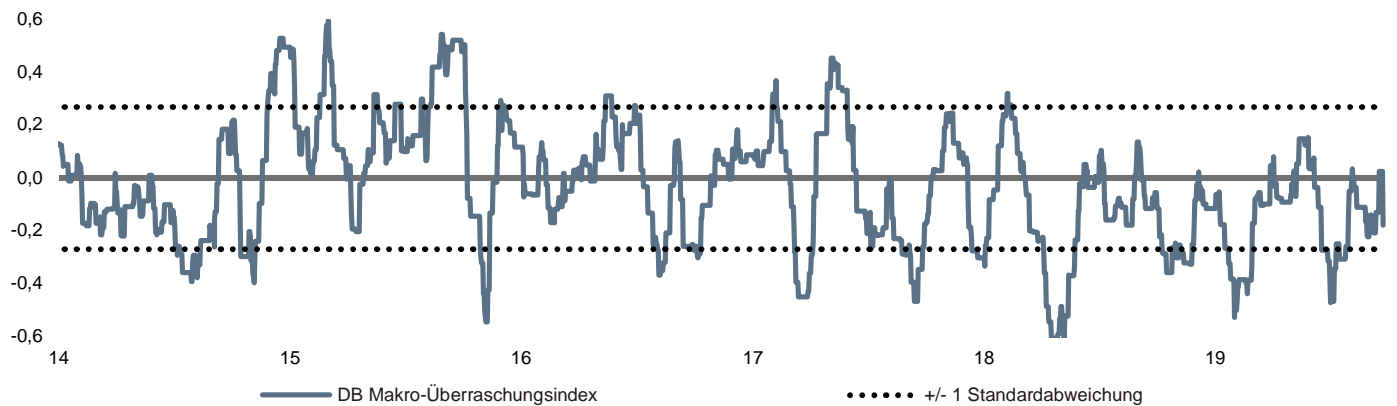
Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Der DB Makro-Überraschungsindex vergleicht den Wert der veröffentlichten Konjunkturdaten mit den Markterwartungen und liefert damit Hinweise über die Richtung künftiger Prognoseanpassungen.

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen



Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Letzte 20 veröffentlichte deutsche Konjunkturdaten

Bloomberg Ticker	Indikator	Berichtsmonat	Veröffentlichungsdatum	Aktueller Wert	Bloomberg Konsensus	Überraschung	Standardisierte Überraschung	Quantilsrang
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	8 2019	13/08/2019	-44,1	-28,0	-16,1	0,0	0,0
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	8 2019	13/08/2019	-13,5	-6,3	-7,2	-1,2	0,1
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	7 2019	13/08/2019	1,7	1,7	0,0	0,2	0,4
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	6 2019	27/08/2019	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,3
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	7 2019	28/08/2019	-2,1	-2,0	-0,1	0,3	0,6
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	8 2019	29/08/2019	4,0	4,0	0,0	-0,2	0,4
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	7 2019	30/08/2019	-1,6	-1,3	-0,3	0,0	0,5
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	8 2019	02/09/2019	43,5	43,6	-0,1	-0,1	0,3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	8 2019	04/09/2019	54,8	54,4	0,4	0,5	0,8
GRIORTMM Index	Auftragsgänge (% gg. Vm.)	7 2019	05/09/2019	-2,7	-1,4	-1,3	-0,6	0,3
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	7 2019	06/09/2019	-0,6	0,4	-1,0	-0,8	0,2
GRTBALE Index	Handelsbilanz (EUR Mrd.)	7 2019	09/09/2019	21,6	17,4	4,2	1,5	1,0
GRBTIMMM Index	Importe (% gg. Vm.)	7 2019	09/09/2019	-1,6	-0,3	-1,3	-0,6	0,2
GRBTEXMM Index	Exporte (% gg. Vm.)	7 2019	09/09/2019	0,8	-0,5	1,3	0,6	0,7
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	7 2019	09/09/2019	22,1	16,4	5,7	1,4	0,9
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	8 2019	12/09/2019	1,4	1,4	0,0	0,2	0,4
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	9 2019	17/09/2019	-22,5	-38,0	15,5	2,0	1,0
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	9 2019	17/09/2019	-19,9	-15,0	-4,9	-0,8	0,1
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	9 2019	23/09/2019	41,4	44,0	-2,6	-2,9	0,0
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	9 2019	23/09/2019	52,5	54,3	-1,8	-2,1	0,0

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Neu berechnet von Marc Schattenberg und Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)

Quelle: Heiko Peters (2014). DB Makro-Überraschungsindex Deutschland. Ausblick Deutschland, 4. August 2014.



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
30.09.2019	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	August	0,7	-1,6
30.09.2019	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	September	5,0	5,0
30.09.2019	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	September	1,2	1,4
07.10.2019	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	August	0,6	-2,7
08.10.2019	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	August	0,5	-0,8
10.10.2019	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	August	18,8	20,2
10.10.2019	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	August	-1,0	0,7
10.10.2019	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	August	0,3	-1,5
24.10.2019	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Oktober	42,0	41,4
24.10.2019	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Oktober	52,0	52,5
25.10.2019	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Oktober	95,0	94,6

*Ist. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

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

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



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Deutschland: Datenmonitor

	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Apr 2019	Mai 2019	Jun 2019	Jul 2019	Aug 2019	Sep 2019
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	103,2	102,2	99,5	98,4	94,9	99,4	98,2	97,5	95,8	94,3	94,6
ifo Geschäftserwartungen	99,9	98,4	94,9	94,8	91,4	95,3	95,2	94,0	92,1	91,3	90,8
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	104,5	101,6	98,0	95,1	90,9	95,5	95,6	94,2	91,5	90,7	90,5
Produktion (% gg. Vp.)	-1,4	-1,2	-0,7	-1,6		-2,2	0,8	-1,3	-0,8		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-1,1	0,4	-4,2	-0,9		0,5	-2,0	2,7	-2,7		
Grad der Kapazitätsauslastung	87,8	87,1	86,3	85,3	83,9						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	0,5	0,1	3,9	0,6		-1,6	-2,2	3,9	-1,3		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	1,2	10,1	-2,0	-5,6		-1,7	-4,2	3,0	0,0		
ifo Bauhauptgewerbe	116,3	116,6	111,7	113,2	112,8	112,5	114,1	112,9	113,2	112,4	112,7
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,4	0,4	-0,2	-1,7		-0,7	-1,4	-3,1	-2,9	-3,9	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-0,6	0,2	2,0	0,5		-0,1	-1,2	3,1	-1,6		
	1,2	-8,1	0,2	0,9		-1,1	9,1	-4,7	4,7	-0,8	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-2,4	0,9	-5,2	1,4		1,4	-3,9	5,2	-4,2		
Exporte (% gg. Vp.)	-0,2	0,9	0,7	-1,9		-3,2	1,3	-0,1	0,8		
Importe (% gg. Vp.)	2,3	-0,1	0,6	-1,1		-0,9	-0,4	0,7	-1,6		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	52,7	56,1	56,7	53,5		16,9	18,7	17,9	20,3		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	5,1	5,0	5,0	5,0		4,9	5,0	5,0	5,0	5,0	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-40,7	-46,3	-30,7	20,0		-11,0	62,0	0,0	1,0	4,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,3	1,2	1,1	0,9		1,0	0,9	0,9	0,8		
ifo Beschäftigungsbarometer	104,8	104,2	102,4	100,6		101,5	100,3	100,0	99,5	98,1	
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	2,2	2,2	1,6	1,6		2,1	1,3	1,5	1,1	1,0	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,4	1,4	1,5	1,5		2,0	0,9	1,5	0,9	0,8	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)											
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-0,5	-0,3	1,5	0,2		4,1	-3,4	0,1	10,0	2,3	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	75,1	68,0	63,1	69,0		71,2	71,2	64,3	63,9	59,0	62,8
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	34,2	34,3	31,7	33,8		32,7	35,4	33,4	34,0	35,6	
EC Unternehmensumfrage	15,8	17,6	14,4	7,1		6,7	8,4	6,2	2,6	3,0	
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	3,3	2,9	3,2	4,1							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	3,3	2,8	3,0	3,3							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	3,4	2,2	2,5	4,1							
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	4,1	4,5	5,1	4,8		5,5	4,7	4,8	5,0		
Trend von M3*						5,0	5,1	5,0	4,9		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	4,3	3,9	4,1	4,6		4,1	4,4	4,6	4,6		
Kredite an öffentliche Haushalte	-2,7	-6,3	14,1	5,7		6,2	6,3	5,7	7,0		

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

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



Klimapaket: Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	1,875	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	-0,75	1,50	1,50	0,21	2,00
Sep-19	1,875	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	-0,75	1,50	1,50	0,25	2,00
Dec-19	1,375	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	-0,85	1,50	1,50	0,25	2,00
Mar-20	1,125	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	-0,85	1,50	1,50	0,25	2,00

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	2,10	0,01	-0,41	0,76
Sep-19	2,00	0,05	-0,43	0,79
Dec-19	1,90	0,05	-0,45	0,85
Mar-20	1,75	0,05	-0,45	0,85

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	1,74	-0,25	-0,58	0,53
Sep-19	2,05	-0,20	-0,45	1,03
Dec-19	1,85	-0,15	-0,40	1,12
Mar-20	1,70	-0,10	-0,35	1,13

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,10	107,71	0,89	1,24	1,08	10,65	7,46	9,93	4,39	334,45	25,86
Sep-19	1,10	107,00	0,89	1,24	1,08	10,67		9,93	4,35	330,00	25,80
Dec-19	1,13	108,00	0,93	1,22	1,13	11,00	7,46	10,15	4,35	330,00	25,70
Mar-20	1,16	106,00	0,93	1,25	1,14	11,00		10,11	4,40	320,00	25,60

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

© Copyright 2019. 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