



Ausblick 2020

Vorsicht, zerbrechlich!

19. Dezember 2019

Autoren

Stefan Schneider

und

Team Economic Research, Büro Frankfurt

Editor

Stefan Schneider

+49 69 910-31790

stefan-b.schneider@db.com

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
Vorsicht, zerbrechlich!	3
Höheres Exportwachstum dank US-China-Deal?!	7
Privater Konsum bleibt wichtigster Konjunkturmotor im Jahr 2020	12
Arbeitsmarkt – deutlich nachlassende Dynamik	13
Ausrüstungsinvestitionen	15
Digitalpolitik: Große Worte, kleine Taten ...	22
Wohnungsmarkt: Kein Ende des Booms ...	23
Staatsüberschuss löst sich 2021 in Luft auf	26
Wachstumsschwäche und fallende Energiepreise drücken Inflationsrate Richtung 1%	29
Deutsche Industrie: 2020 bleibt schwach – Risiko einer strukturellen Schwäche nimmt zu	32
Deutsche Politik: Groko – interne Querelen, aber keine Trennung	36
Deutsches Klimaschutzpaket: Begrenzte Wirkung in jeglicher Hinsicht	40
Eventkalender	41

Im abgelaufenen Jahr haben uns unsere Kunden ungewöhnlich viele Fragen zur deutschen Konjunktorentwicklung, der Zukunft der Groko und natürlich auch zur „Schwarzen Null“ gestellt, aber es kamen auch deutlich mehr grundsätzliche Fragen zu Deutschlands Zukunft vor dem Hintergrund einer wohl dauerhafteren Umkehr des Globalisierungstrends, den Herausforderungen durch die Umweltpolitik, der Zukunft der deutschen Automobilindustrie oder auch, ob Deutschland bei der Digitalisierung und anderen Zukunftstechnologien den Anschluss verloren hat. Die aktuell vorherrschende negative Einschätzung ist wohl ein wichtiger Grund, warum derzeit zwei Drittel der Wähler mit der Regierung unzufrieden sind. Dass gleichzeitig auch zwei Drittel für eine Fortsetzung der Groko sind, muss wohl als Ausdruck einer gewissen Orientierungslosigkeit interpretiert werden.

Auf diese strukturellen Fragen gibt es keine einfachen oder eindeutigen Antworten. Angesichts zum Teil völlig neuer Herausforderungen dürften wohl Lehren aus der Vergangenheit nur wenig helfen. Allerdings ist das Land schon durch ähnliche Phasen gegangen, in denen nicht zuletzt im Ausland die Zukunft des Landes in dunklen Farben gemalt wurde („Der kranke Mann Europas“) und die ohnehin eher selbstkritischen Deutschen sich dieser Einschätzung – wenn auch widerwillig – anschlossen. Diese Erfahrungen erklären vielleicht unsere etwas optimistischere Grundeinstellung in der Diskussion dieser Themen in dem Ihnen vorliegenden Ausblick.

Mit Blick auf die Konjunktorentwicklung im Jahr 2020 kann etwas Optimismus ebenfalls nicht schaden. Jüngste Äußerungen nach dem Sieg der Konservativen bei den britischen Parlamentswahlen haben eindringlich vor Augen geführt, dass die Brexit-Unsicherheiten keineswegs vom Tisch sind. Auch dürfte die Einigung auf ein Phase I-Abkommen im amerikanisch-chinesischen Handelskonflikt wohl nur eine temporäre Entspannung bedeuten und wohl kaum die massiv gestiegene handelspolitische Unsicherheit gänzlich aus dem Weg räumen. Außerdem hat die US-Administration angedeutet, dass von dem Abkommen kein Signal für eine wohlwollendere Haltung in den schwelenden Handelskonflikten mit der EU ausgehe.

Der Welthandel könnte sich im Jahresverlauf allmählich stabilisieren und damit könnte auch die Rezession in der deutschen Industrie zu Ende gehen. Da aber die „Animal spirits“ in vielen Unternehmen deutlich gelitten haben, dürften die Ausrüstungsinvestitionen in 2020 sinken. Die Wachstumsmotoren im Inland, privater und staatlicher Konsum und die Bauinvestitionen, sollten sich aber weiterhin solide entwickeln. Die expansive Fiskalpolitik und nicht zuletzt die insgesamt weiterhin robuste Verfassung des deutschen Arbeitsmarktes werden, trotz der Rezession im Verarbeitenden Gewerbe, dazu beitragen. Allerdings ist die Beschleunigung der Wachstumsrate von 0,5% im Jahr 2019 auf 1% in 2020 eine fragile Angelegenheit, basiert sie doch vor allem auf einer ungewöhnlich hohen Zahl von Arbeitstagen in 2020.



Vorsicht, zerbrechlich!

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2019	2020P	2021P	2019	2020P	2021P	2019	2020P	2021P	2019	2020P	2021P
Euroland	1,2	1,0	1,2	1,2	1,1	1,2	2,5	2,1	1,8	-0,9	-1,1	-1,2
Deutschland	0,5	1,0	1,1	1,4	1,0	1,4	7,2	6,7	6,1	1,2	0,5	0,0
Frankreich	1,3	1,2	1,2	1,3	1,3	1,2	-0,3	-0,2	-0,2	-3,2	-2,4	-2,3
Italien	0,2	0,5	0,6	0,7	0,7	1,0	3,1	2,7	2,7	-2,2	-2,4	-2,3
Spanien	2,0	1,6	1,6	0,8	1,0	1,4	0,6	0,4	0,3	-2,1	-2,4	-2,2
Niederlande	1,7	1,6	1,6	2,7	1,8	1,7	10,0	9,8	9,6	0,7	0,2	0,0
Belgien	1,3	1,1	1,3	1,3	1,3	1,6	-1,0	-1,0	-1,0	-1,5	-2,0	-2,0
Österreich	1,5	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	2,0	1,8	1,8	0,4	0,2	0,3
Finnland	1,6	1,2	1,3	1,2	1,1	1,1	-1,5	-1,5	-1,0	-0,9	-1,1	-1,1
Griechenland	1,4	1,7	2,0	0,4	0,3	1,7	-2,5	-2,0	-1,5	1,2	0,5	0,4
Portugal	1,9	1,5	1,6	0,3	0,5	1,0	-0,2	-0,5	-0,7	-0,3	-0,2	0,2
Irland	5,4	3,0	3,5	0,9	0,9	0,8	3,0	4,0	5,0	0,4	0,0	0,2
Großbritannien	1,2	1,0	1,4	1,8	1,4	1,7	-5,3	-4,7	-4,3	-2,3	-2,8	-2,6
Dänemark	1,9	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3	7,0	6,9	6,9	2,0	0,5	0,0
Norwegen	2,5	1,9	1,8	2,3	1,9	2,0	6,8	6,0	6,4	7,5	7,3	7,3
Schweden	1,1	1,1	1,5	1,7	1,6	1,7	3,7	4,0	4,4	0,4	0,1	0,2
Schweiz	0,9	1,9	1,5	0,5	0,5	0,9	10,1	10,2	10,3	1,1	1,1	0,9
Tschech. Rep.	2,5	2,3	2,7	2,8	2,5	2,3	0,9	0,7	0,9	0,8	0,4	0,3
Ungarn	5,0	3,5	3,5	3,3	3,3	3,4	-1,0	-0,8	-0,6	-1,7	-1,2	-1,0
Polen	4,2	3,8	3,6	2,3	2,7	2,8	-0,3	-0,7	-0,6	-1,0	-0,8	-1,1
USA	2,3	1,9	2,1	1,8	2,0	2,0	-3,0	-3,5	-3,5	-4,5	-4,5	-4,5
Japan	1,0	0,1	1,1	0,5	0,5	0,7	3,5	3,9	4,3	-2,6	-2,7	-2,6
China	6,2	6,1	6,0	2,9	3,6	2,0	1,5	1,1	0,9	-4,9	-4,9	-4,4
Welt	3,1	3,3	3,5	3,1	3,1	2,8						

*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.

	2018	2019	2020P	2021P	2020				2021			
					Q1	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	1,5	0,5	1,0	1,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,1	0,2	0,3	0,3
Privater Konsum	1,3	1,5	1,2	1,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Staatsausgaben	1,4	2,0	1,5	1,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	3,5	2,7	1,9	2,1	0,4	0,4	0,6	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5
Ausrüstungen	4,4	0,7	-0,5	1,8	-0,2	0,1	0,5	0,5	0,0	0,3	0,4	0,5
Bau	2,5	4,1	3,7	2,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Lager, %-Punkte	0,3	-0,4	-0,3	-0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Exporte	2,1	1,0	2,3	2,1	0,3	0,5	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4
Importe	3,6	2,3	2,9	2,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Nettoexport, %-Punkte	-0,4	-0,5	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Konsumentenpreise*	1,7	1,4	1,0	1,4								
Arbeitslosenquote, %	5,2	5,0	5,1	5,2								
Industrieproduktion**	1,1	-4,0	-1,5	1,0								
Budgetsaldo, % BIP	1,9	1,2	0,5	0,0								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	61,9	59,1	56,9	55,3								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,3	7,2	6,7	6,1								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	241,4	245,7	236	220								

*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



Vorsicht, zerbrechlich!

Globale Wirtschaft

1

Vorsicht, zerbrechlich!

Reales BIP, % gg.Vj.	2017	2018	2019P	2020P
USA	2,4	2,9	2,3	1,9
Japan	2,2	0,3	1,0	0,1
Eurozone	2,7	1,9	1,2	1,0
Deutschland	2,5	1,5	0,5	1,0
Frankreich	2,4	1,7	1,3	1,2
Italien	1,8	0,7	0,2	0,5
Spanien	2,9	2,4	2,0	1,6
Niederlande	2,9	2,6	1,7	1,6
Griechenland	1,4	1,9	1,4	1,7
Portugal	3,5	2,4	1,9	1,5
Irland	8,2	8,3	5,4	3,0
Großbritannien	1,9	1,4	1,2	1,0
Asien ex Japan	6,2	6,2	5,3	5,5
China	6,8	6,6	6,2	6,1
Indien	6,9	7,4	5,1	6,1
Osteuropa	2,7	2,9	2,0	2,9
Lateinamerika	1,0	0,9	1,4	2,4
Welt	3,9	3,8	3,1	3,3

Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

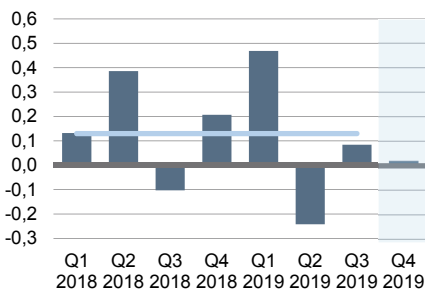
Im Jahr 2019 konnte die deutsche Wirtschaft eine technische Rezession um Haaresbreite vermeiden. Allerdings blieb das BIP im Quartalsvergleich über das gesamte Jahr hinweg im Durchschnitt unverändert – trotz des nicht zuletzt auf Aufholeffekte zurückzuführenden Anstiegs um 0,5% in Q1. Diese deutliche Wachstumsverlangsamung ist auf den Außenbeitrag zurückzuführen. Die Exportaufträge scheinen inzwischen die Talsohle erreicht zu haben, sind aber gegenüber ihrem Höchststand in Q4 2018 um rund 9% zurückgegangen. Seit Mitte 2018 belief sich das reale Exportwachstum durchschnittlich auf magere 0,1% gg. Vq., sodass der Außenbeitrag das BIP in jedem Quartal im Durchschnitt um 0,2%-Punkte gedämpft hat.

Ohne die Kontraktion des Welthandels wäre das deutsche BIP im Jahr 2019 wahrscheinlich um 1 ¾% gewachsen

Deutsches BIP-Profil

2

% gg. Vq.



Quelle: Statistisches Bundesamt

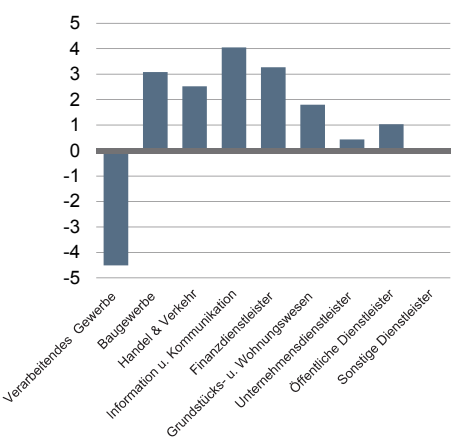
Das globale BIP ist zwar im Jahr 2019 um rund 3% angestiegen, der weltweite Güterhandel ist jedoch um etwa 0,5% geschrumpft. Hauptgründe dafür sind der Handelskonflikt zwischen den USA und China, der Brexit und die weltweite Zurückhaltung bei (handelsintensiven) Investitionen. Außerdem deuten Simulationen der Fed darauf hin, dass das weltweite BIP-Wachstum aufgrund dieser Auseinandersetzungen im Jahr 2019 um knapp 1% geringer ausgefallen ist als es sonst der Fall gewesen wäre. Zwar sind die beiden Faktoren nicht voneinander unabhängig und ergeben sich aus einer Teilanalyse; dennoch kann man wohl die Auffassung vertreten, dass die deutschen Exporte bei einem globalen BIP-Wachstum von rund 4% und einer normaleren Handelselastizität von 1 um zusätzliche 4%-Punkte gewachsen wären. Abzüglich der ebenfalls höheren Importnachfrage wäre die BIP-Wachstumsrate dementsprechend ceteris paribus um 1 ¼%-Punkte höher ausgefallen als die aktuelle Prognose für 2019 (0,5%). Auch wenn diese Schätzung hochgradig vereinfacht ist, zeigt sie, wie hoch die Wohlstandsverluste sind.

Bruttowertschöpfung nach Sektoren

3

Gegenwind vom Export dürfte abklingen

Q1-Q3, annualisierte Rate



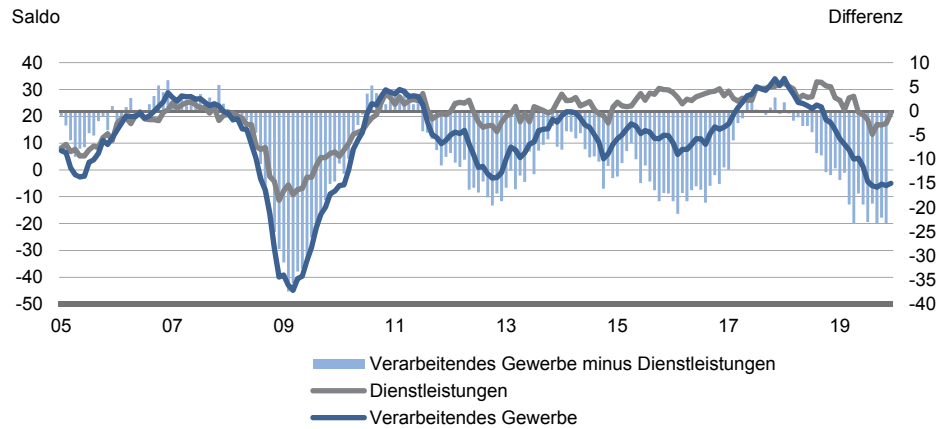
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

Dieses kontrafaktische Szenario macht zudem deutlich, wie bedeutsam die globalen Wachstumsannahmen für unsere Prognose für 2020 sind. Dies gilt insbesondere für die weitere Entwicklung des Handelskonflikts zwischen den USA und China und eine nach wie vor mögliche Anhebung der US-Zölle auf Autoimporte. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die USA und China ein „Phase-1“-Abkommen unterzeichnen. Im Vorfeld dieses Abkommens dürften die im Dezember verhängten US-Zölle wieder aufgehoben und möglicherweise auch die im Mai bzw. September und Oktober eingeführten Zölle zum Teil zurückgenommen werden. China dürfte seinerseits umfangreichere Importe von Agrargütern sowie Maßnahmen in den Bereichen Technologietransfer und IP-Schutz sowie Transparenz bei Devisenmarktinterventionen zusagen. Wir gehen außerdem nicht davon aus, dass die USA höhere Zölle auf Autoimporte verhängen.



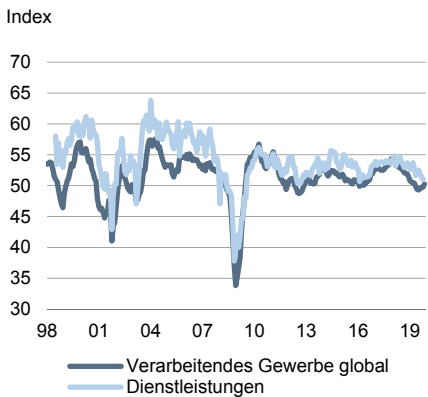
Vorsicht, zerbrechlich!

ifo: Trotz Bodenbildung im Verarbeitenden Gewerbe weiterhin zweigeteiltes Stimmungsbild 4



Quellen: ifo, Deutsche Bank Research

PMI global 5

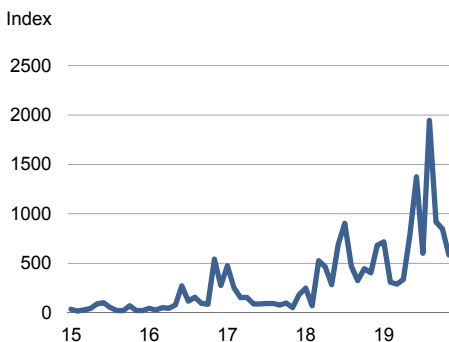


Quellen: Haver Analytics LP, Deutsche Bank Research

Moderate Aufwärtsrevisionen für wichtige Länder

Diese optimistischere Auffassung, die wohl von einer Mehrheit der Marktteilnehmer geteilt wird, hat bereits dazu geführt, dass die wirtschaftspolitische Unsicherheit auf globaler Ebene deutlich geringer eingeschätzt wird. Der Index ist von 336 (Höchststand im August) auf 265,8 im November gesunken. Seit Anfang Oktober äußert sich die US-Regierung in Bezug auf Handelsverhandlungen gemäßiger, und der MSCI World-Index hat um rund 7% zugelegt. Im November notierte der globale Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe zum ersten Mal seit April wieder über 50, nämlich bei 50,3. Der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe in Taiwan, der in der Regel einen Vorlauf von rund 2 Monaten gegenüber dem globalen Index hat, kletterte sogar auf 54,9 – ein Anstieg um 6,9 Punkte gegenüber dem Tiefstand vom Juli. Auch der Frühindikator der Bundesbank für die globale Industrieproduktion bewegt sich seit Oktober/November allmählich nach oben. Unsere Kollegen haben ihre Prognosen für die USA und für China angehoben. In den USA haben sich die Stimmungsindikatoren erholt, die Lage am Arbeitsmarkt ist deutlich besser als erwartet, und die von den Modellen implizierte Rezessionswahrscheinlichkeit hat sich merklich verringert. Unsere Kollegen rechnen nunmehr damit, dass die US-Konjunktur in Q4 2019 – also ein halbes Jahr früher als zuvor vermutet – die Talsohle erreicht, und haben ihre BIP-Wachstumsprognose für 2020 von 1,5% auf 1,7% angehoben. Ebenso haben unsere Kollegen in Asien die Prognose für China nach oben genommen; sie gehen davon aus, dass das Wachstum bereits in Q3 die Talsohle erreicht haben könnte oder dies frühestens in Q1 2020 tun wird. Allerdings beruht auch diese Prognose in hohem Maße auf unseren handelspolitischen Annahmen. Gleichzeitig wird sie von der expansiven Fiskal- und Geldpolitik gestützt. Die Wachstumsprognose für das Gesamtjahr wurde von 5,9% im November auf inzwischen 6,1% angehoben.

Unsicherheit in der US-Handelspolitik 6



Quellen: PolicyUncertainty.com, Haver Analytics LP

Weiterhin Unterstützung durch die Finanzmärkte

Auf beiden Seiten des Atlantiks sollten die Leitzinsen im Jahr 2020 unverändert bleiben. Den Prognosen unserer Strategen zufolge könnten die US-10J-Renditen im Sommer leicht sinken, sollten Ende 2020 aber bei rund 1,9% liegen, also in etwa auf dem aktuellen Niveau. Wenn die Wachstumssorgen in Europa im Jahr 2020 etwas abklingen und Deutschland möglicherweise im Jahr 2021 ein Haushaltsdefizit verzeichnet, könnten sich die 10J-Bund-Renditen bis Ende 2020 auf 0% zubewegen. Da die wirtschaftspolitische Unsicherheit zurückgeht und sich das Wachstum in den USA und weltweit im Jahr 2020 stabilisieren dürfte, erwarten unsere Strategen für 2020 einen leichten Anstieg des



Vorsicht, zerbrechlich!

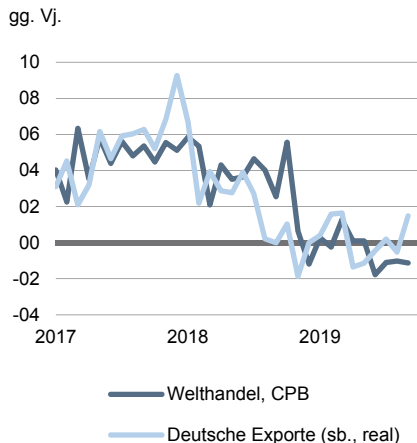
S&P 500 auf 3250. Dabei könnten europäische Aktien angesichts ihres höheren Beta und der niedrigeren Bewertungen im Vergleich zu den USA noch etwas besser abschneiden.

Risiken für unsere Schlüsselannahmen

Bisher haben sich allerdings vor allem die Stimmungsdaten verbessert, und die Signale sind nach wie vor nicht eindeutig. Die harten monatlichen Daten fallen sehr viel uneinheitlicher aus. Außerdem stützen sich die Verbesserung an den Finanzmärkten und der Anstieg der Umfragen (z.B. ISM, ifo-Index oder Einkaufsmanagerindizes) bisher praktisch ausschließlich auf die Hoffnung, dass sich die Lage zwischen den USA und China tatsächlich entspannt. Warum entsprechende Hoffnungen aufkommen, ist unmittelbar einleuchtend: Beide Länder bekommen inzwischen die Auswirkungen der höheren Zölle auf die Exporte und die inländischen Investitionsausgaben zu spüren. In einem Wahljahr dürfte insbesondere Präsident Trump kein Interesse daran haben, wirtschaftliche Risiken einzugehen. Wir Ökonomen dürfen jedoch unsererseits nicht vergessen, dass politische Prognosen, die sich rein auf eine wirtschaftliche Kosten-Nutzen-Analyse stützen, nur in begrenztem Umfang zuverlässig sind. Dies gilt insbesondere bei zeitlichen Inkonsistenzen. So wird ein Handelsabkommen den zugrundeliegenden Konflikt zwischen den USA und China wohl nicht lösen; vielmehr dürfte dieser sich in den kommenden Jahren noch verschärfen.

Deutsche Exporte & Welthandel

7



Quellen: CPB, Statistisches Bundesamt

In Q4 könnte das BIP-Wachstum erneut negativ ausfallen

Aber selbst wenn sich unser Optimismus als gerechtfertigt herausstellt, könnte die weltwirtschaftliche Dynamik im Jahr 2020 gering bleiben. In zahlreichen Ländern haben sich die harten Daten noch nicht so deutlich verschlechtert wie es den Stimmungsindikatoren zufolge zu erwarten wäre. Dies gilt vor allem für Deutschland, für das laut Brückenmodellen auf der Grundlage des ifo-Index und der Einkaufsmanagerindizes ein negatives Wachstum von rund ½% in Q3 zu erwarten war. Tatsächlich legte das BIP jedoch um 0,1% zu. Möglicherweise tritt die prognostizierte Konjunkturverlangsamung noch ein und belastet die Wirtschaft im Winterhalbjahr. Oder (was ähnlich entmutigend wäre) die zaghafte Stimmungsverbesserung ist lediglich als Korrektur nach einem Überschießen anzusehen, schlägt sich aber nicht in den harten Daten nieder. In jedem Fall sind dies keine guten Vorzeichen für das BIP-Wachstum in Q4 und wahrscheinlich im ganzen Winterhalbjahr, für das wir im Grunde kaum mehr als eine Stagnation erwarten. Angesichts des schwachen Starts (im September gingen sowohl die Industrieproduktion (-1,7%) als auch die Auftragseingänge (-0,4%) und die Einzelhandelsumsätze (-1,6%) zurück) könnte das BIP in Q4 gegenüber dem Vorquartal erneut etwas schrumpfen.

Solide Binnenwirtschaft als Stütze der deutschen Konjunktur

Angesichts der strukturellen Engpässe am Arbeitsmarkt (S. 13) sollte das Einkommenswachstum auch 2020 solide bleiben und zudem von der Fiskalpolitik unterstützt werden. Die anhaltend expansive Fiskalpolitik sollte zudem den staatlichen Konsum und die staatlichen Investitionen (S. 12 und 15) fördern. Der Immobilienmarkt scheint angesichts des zweistelligen Wachstums der Immobilienkredite abzuheben; die Bauinvestitionen werden jedoch nach wie vor durch diverse Engpässe gedämpft (S. 23). Die anhaltende Zweiteilung der deutschen Konjunktur schlägt sich in der unterschiedlichen Entwicklung der ifo-Indizes für das Verarbeitende Gewerbe und für den Dienstleistungssektor nieder; nach wie vor ist die Differenz zwischen den beiden Indizes beträchtlich und war nur in der



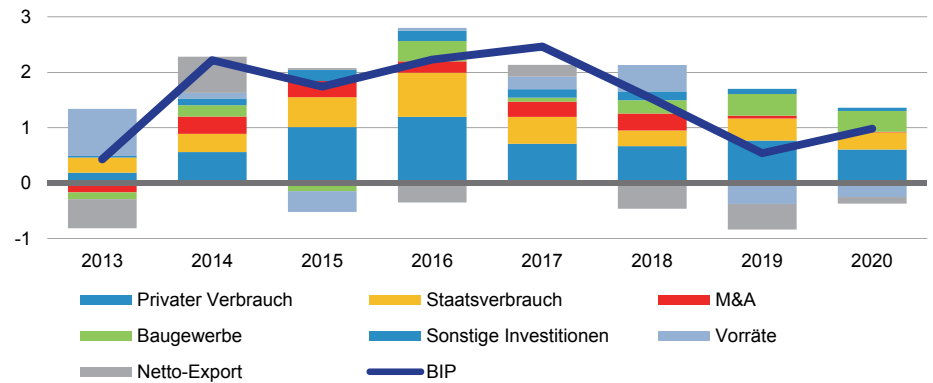
Vorsicht, zerbrechlich!

Krise im Jahr 2009 größer. In den ersten drei Quartalen 2019 verzeichneten alle wichtigen Segmente des Dienstleistungssektors ein positives Wachstum. Allerdings ist der Ausstoß in denjenigen Segmenten, die in hohem Maße vom Verarbeitenden Gewerbe abhängig sind (z.B. Transport oder Unternehmensdienstleistungen), seit Q2 im Quartalsvergleich gesunken.

2013-2020 Deutschland: BIP-Wachstumsbeiträge

8

% gg. Vj., %-Punkte



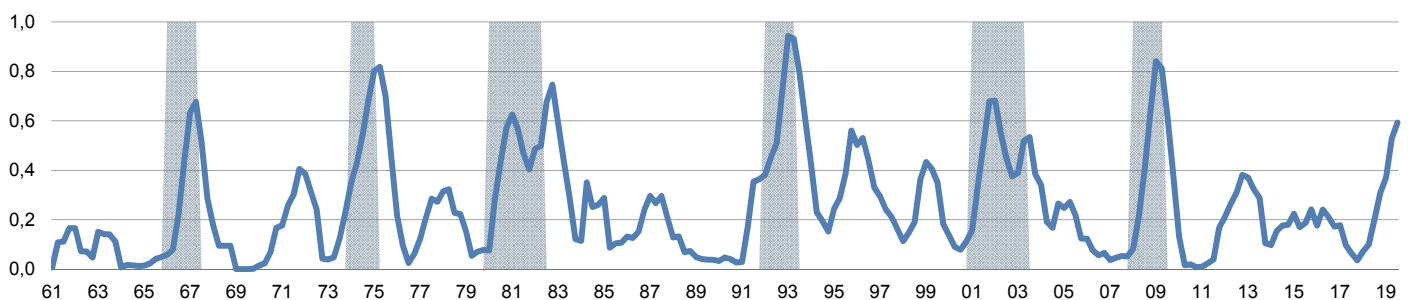
Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Angesichts der bestenfalls moderaten Belebung der Exportnachfrage (S. 7) dürften die Unternehmensinvestitionen auch 2020 weiter schrumpfen. Selbst wenn die handelspolitischen Unsicherheiten weiter abklingen, dürfte die Investitionsbereitschaft der Unternehmen (in Deutschland) dadurch gedämpft werden, dass keine Klarheit über die Stoßrichtung und die Auswirkungen der deutschen und europäischen Umweltpolitik vorhanden ist.

Insgesamt dürfte sich das BIP-Wachstum in Deutschland von geschätzt 0,5% im Jahr 2019 auf rund 1% im Jahr 2020 beschleunigen. Die positive Potenziallücke der vergangenen Jahre dürfte 2020 praktisch geschlossen werden, sodass der Aufwärtsdruck auf die Kerninflation weiter sinken sollte. Bei sinkenden Energiepreisen dürfte sich die Gesamtinflationsrate im Jahr 2020 wieder auf 1% zubewegen (S. 29).

Im dritten Quartal Rückgang bei Rezessionsrisiko*, aber nicht vom Tisch

9



*Zur Schätzung der Rezessionswahrscheinlichkeiten verwenden wir ein Wahrscheinlichkeitsmodell. Die abhängige Variable ist ein binärer Indikator, der den Wert 1 für ein negatives qoq BIP-Wachstum annimmt. Schattenzonen sind die Rezessionsschätzungen des Sachverständigenrates. Zur Kontrolle gehören Auftragseingänge, der ifo-Geschäftsklimaindex, die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) sowie die Renditen von Unternehmensanleihen. Die Barwerte sind vier Vierteljahresdurchschnitte der Rezessionswahrscheinlichkeiten.

Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research



Rezessionsrisiko noch nicht vorüber

Im Jahr 2020 dürfte das BIP-Wachstum durch die ungewöhnlich hohe Anzahl von Arbeitstagen um 0,4%-Punkte höher ausfallen. Daraus ergibt sich, dass die Konjunktur weiterhin sehr anfällig ist. Insbesondere im Autosektor bzw. bei Autzulieferern bestehen strukturelle Herausforderungen, und die immer stärker aufklaffende Lücke zwischen klimapolitischen Forderungen bzw. Versprechungen der Politik und den bisher überschaubaren Maßnahmen mit begrenzter Wirkung sorgt für Unsicherheit und lässt die Befürchtung aufkommen, dass die Wirtschaft künftig durch striktere Maßnahmen stärker belastet wird. Insgesamt könnten eine erneute Eskalation des Handelskonflikts zwischen den USA und China, höhere US-Zölle auf europäische Autoimporte oder Probleme bei der Aushandlung eines Handelsabkommens nach dem Brexit ausreichen, um die deutsche Wirtschaft (doch noch) in eine Rezession zu stürzen.

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

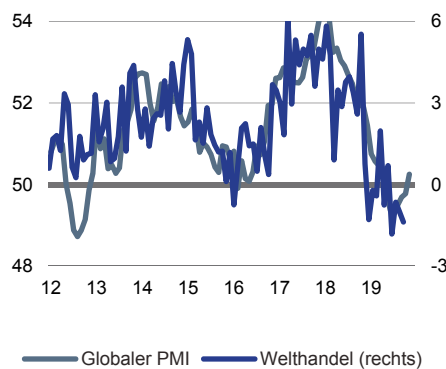
Höheres Exportwachstum dank US-China-Deal?!

Im Zuge der restriktiven US-Handelspolitik verlor der Welthandel für Güter und Dienstleistungen im Jahr 2019 weiter an Tempo und dürfte um weniger als 1% gewachsen sein. Der Güterhandel schrumpfte sogar. Insbesondere dämpfte die stufenweise Eskalation des Handelsstreits zwischen den USA und China die globale Nachfrage. Aber auch die USA und die EU erhöhten gegenseitig die Zölle für einzelne Produkte. Die latente Gefahr von US-Einfuhrzöllen auf Autos belastete im Jahresverlauf die Stimmung. So fielen die Exportorders im Einkaufsmanagerindex des Verarbeitenden Gewerbes auf den tiefsten Stand seit der Finanzkrise. Diese sehr schlechte Stimmung übertrug sich aber nur teilweise auf die realen Exporte, die immerhin mit rd. 1% gewachsen sein dürften. Wenn im kommenden Jahr tatsächlich – wie von uns im Basisszenario erwartet – eine Deeskalation der Handelsstreits zwischen den USA und China stattfindet, dürfte der Welthandel und ebenso die deutschen Exporte wieder etwas dynamischer wachsen. In diesem Umfeld dürften der globale Güterhandel um 2 ½% und die deutschen Exporte (Güter und Dienstleistungen) in etwa um 2% zulegen. Beide Größen würden damit abermals unterdurchschnittlich wachsen. Der globale Handel inklusive Dienstleistungen dürfte wie in den vergangenen Jahren in etwa einen Prozentpunkt kräftiger, also mit 3 ½% wachsen.

Welthandel vs. globaler PMI und US-Einkaufsmanagerindex: ISM

10

linke y-Achse: Index<50 Kontrak., >50 Expansion
rechte y-Achse: % gg. Vj.

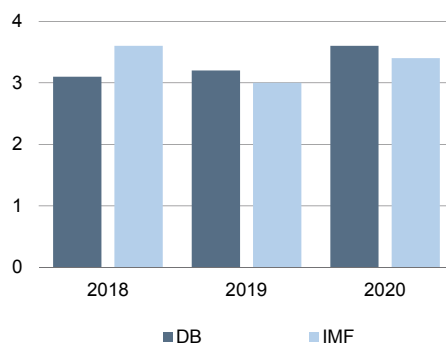


Quellen: IHS Markit, ISM, CPB, Deutsche Bank Research

2018: 2020: Globales BIP Wachstum

11

% gg. Vj.



Quellen: Deutsche Bank Research, IWF

Exportpreise und Wechselkurse voraussichtlich mit geringem Einfluss

Die Exportpreise erhöhten sich aufgrund der relativ stabilen Rohstoffpreise im Jahr 2019 um lediglich ½%. Auch im kommenden Jahr erwarten wir für die meisten Rohstoffpreise zumeist eine Seitwärtsbewegung, lediglich für die Rohölpreise (Brent und WTI) erwarten wir einen kräftigen Rückgang um mehr als 10%. Folglich würden die Exportpreise nach unseren Berechnungen im Jahr 2020 sogar marginal schrumpfen. Die nominalen Exporte würden im Jahr 2020 dann nur mit rd. 1 ¾% zulegen. Unsere Exportprognosen basieren dabei auf seitlich verlaufenden realen und nominalen Wechselkursen. Unterstellt man die von uns geschätzte Exportelastizität von -2/3, könnte eine Euroaufwertung von aktuell EUR/USD 1,10 auf 1,20 (Jahresdurchschnitte) das deutsche Exportwachstum kräftig um rund 6%-Punkte dämpfen. Da eine Euroaufwertung typischerweise mit einer Wiederbelebung der globalen Konjunktur einhergeht, wäre dann auch unsere Ausgangsprognose nach oben zu korrigieren.

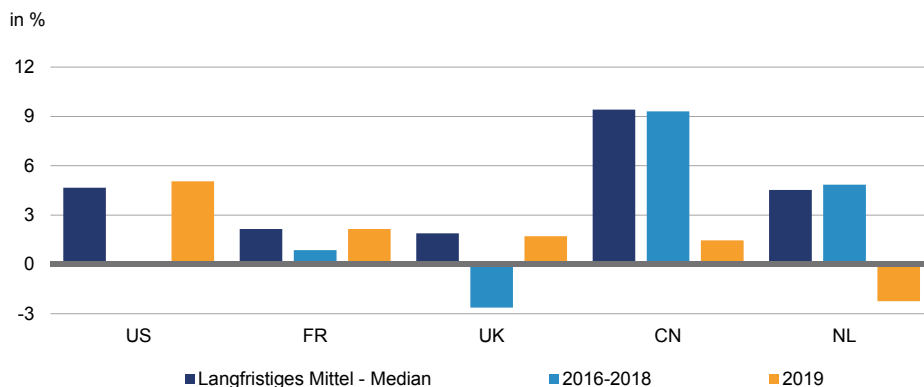


Deeskalation des Handelsstreits könnte Nachholeffekte auslösen

Im Jahr 2019 waren, wie in den Vorjahren, Deutschlands fünf wichtigste Exportländer in nominalen Größen: die USA, Frankreich, China, die Niederlande und Großbritannien. Insgesamt entfallen auf diese Länder 37% der deutschen Exporte. Die Schwerpunkte der Handelskonflikte haben sich deutlich in der regionalen Exportentwicklung niedergeschlagen. Die nominalen Exporte in die USA erhöhten sich leicht überdurchschnittlich um 5%, was auch mit der Aufwertung des US-Dollars im Verlauf des Jahres zu erklären ist. Dagegen war bei den Exporten nach China, die in den Vorjahren zweistellige Wachstumsraten aufwiesen, nur ein Plus von 1,5% zu verzeichnen. Tritt im Jahr 2020 tatsächlich eine Deeskalationsphase ein, könnte es kräftige Nachholeffekte der Exporte nach China geben. Dies gilt umso mehr, da sowohl die Seidenstraßenprojekte als auch die Strategie „Made in China 2025“ bereits die Verkäufe ankurbeln könnten. Die durchschnittlichen Wachstumsraten der letzten Jahre von rd. 5% in die USA könnten dann sogar deutlich überschritten werden. Andernfalls droht insbesondere den Absätzen nach China ein schwaches Jahr, womöglich sogar ein Rückgang. In diesem Fall könnte zudem die Frage diskutiert werden, ob die Exporte nach China nicht strukturell an Dynamik einbüßen. Schließlich wird in vielen Sektoren ein wachsender Anteil der chinesischen Nachfrage nach Erzeugnissen deutscher Unternehmen von diesen auch lokal produziert.

Top 5 Länder: Bilaterale Exporte

12



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

US-Autozölle bleiben Damoklesschwert für den EU-US-Handelsstreit, ...

Aus deutscher Sicht stehen zwei Themen im Mittelpunkt des Handelsstreits zwischen den USA und der EU. Zum einen die unerlaubten Subventionen für die Flugzeugbauer und zum anderen, und von noch größerer Bedeutung, das Risiko der Einführung von Autozöllen. Die Exporte von Autos und Autoteilen in die USA hatten im Jahr 2019 ein Volumen von fast EUR 30 Mrd. Der angedrohte Zollsatz von 25% könnte einen Rückgang der Exporte um bis zu EUR 5 Mrd. auslösen. Dabei würden die negativen Zolleffekte dadurch abgemildert, dass die Preiselastizität der Nachfrage bei Fahrzeugen der automobilen Oberklasse recht gering ist.

Die Verkäufe europäischer Flugzeuge an die USA haben ein deutlich geringeres Volumen als die Autoexporte. Die WTO hat im Oktober 2019 bereits eine unerlaubte Subventionierung von Airbus festgestellt und könnte, wenn sie denn handlungsfähig ist, im Frühjahr 2020 ein ähnliches Urteil auch für Boeing aussprechen. Aufgrund der US-Blockade könnte jedoch eine Ernennung von Rich-



Vorsicht, zerbrechlich!

tern für das wichtigste WTO-Gremium für die Streitschlichtung zwischen Ländern, den „Appellate Body“, ausbleiben. In diesem Fall fänden die Verhandlungen zwischen der USA und der EU nur noch auf bilateraler Ebene statt, mit ungewissem Ausgang. Letztlich dauert der Streit zwischen den USA und der EU über Subventionen in der zivilen Luftfahrtindustrie schon viele Jahre an.

... und eine Eskalation könnte weitreichende geopolitische Folgen haben

Ein Zollschock insbesondere für die Autoindustrie hätte potenziell auch weitreichende Folgen für andere Sektoren. Die deutsche Wirtschaft könnte, um die Zölle zu vermeiden, den Auf- und Ausbau weiterer US-Produktionsstätten planen. Im Zuge einer solchen Entwicklung könnte Frankreich die USA als wichtigsten Absatzmarkt in wenigen Jahren ablösen – eine Position, die Frankreich in früheren Jahren stets innehatte. Produktion und Konsum wären dann immer stärker kontinental verankert. Das Interesse an einem gemeinsamen regulatorischen Wirtschaftsraum, wie ihn beispielsweise die vor wenigen Jahren gescheiterten TTIP-Verhandlungen anvisierten, schwände dann zusehends. Langfristig drohte eine weitere transatlantische Entflechtung. Jüngst hat die EU bereits verkündet, eine Stärkung des Euros im internationalen Handel, insbesondere im Rohstoffhandel, anzustreben. Ebenso wird laut über die Etablierung eigener, US-unabhängiger Zahlungssysteme nachgedacht. Die Gedankenspiele über die Zukunft der NATO passen ins Bild. Die negativen Auswirkungen dieser potenziellen „tektonischen“ Verschiebungen wären offensichtlich.

Eurozone: Güterexporte nach Italien verlieren an Bedeutung

Im Jahr 2019 nahmen die Exporte nach Frankreich und in die Niederlande um jeweils rund 2% zu. Relativ zu den Vorjahren stellt dies für Frankreich eine Belebung dar, für die Exporte in die Niederlande jedoch ist dies ein unterdurchschnittliches Wachstum. Dank des Rheins, Deutschlands mit Abstand wichtigstem Binnenwasserweg, sind die Niederlande ein Logistikzentrum für deutsche Exporteure. Der schrumpfende globale Handel hat daher auch bei den Exporten seine Spuren hinterlassen. Die Exporte in die Eurozone insgesamt legten nur marginal um rd. ½% zu. Die Ausfuhren in die größten Länder der Eurozone weisen, mit Ausnahme von Italien, allesamt ein Plus auf. Schrumpfen im Jahr 2020 die Güterexporte nach Italien erneut, dann ist Österreich drauf und dran, Italien als drittgrößten Absatzmarkt in der Eurozone und von Rang 6 aller Exportmärkte zu verdrängen. Für das Jahr 2020 erwarten wir abermals ein verhaltenes Wachstum der Ausfuhren, welches wie in den Vorjahren etwas schwächer zulegen als die Exporte insgesamt.

Geringere Unsicherheit und stabileres Pfund positiv für UK-Exporte

Die Unsicherheit rund um den Brexit spiegelte sich in den Exporten im Jahresverlauf 2019 wider. Die Absätze fielen im Frühjahr und Sommer kräftig – also in den Phasen, in denen intensiv über einen harten oder gar chaotischen Brexit diskutiert wurde. Am Anfang und gegen Ende des Jahres 2019 war jedoch eine Erholung zu verzeichnen. Die komfortable Mehrheit der Konservativen bei der Unterhauswahl im Dezember dürfte die Unsicherheit im Jahr 2020 weiter reduzieren und die Exporte nach Großbritannien unterstützen. Der aktuelle Zeitplan sieht vor, bis zum Ende des Jahres 2020 ein Handelsabkommen zwischen UK und der EU zu schließen. Die potenziell nötigen Grenzkontrollen zwischen Irland und Nordirland sind ein Hauptpunkt der Verhandlungen. Gleiches gilt für die Frage, inwieweit die Freizügigkeit von Gütern, Dienstleistungen, Kapital und Personen in dem neuen Vertrag Berücksichtigung findet. Die Auswirkungen auf



Vorsicht, zerbrechlich!

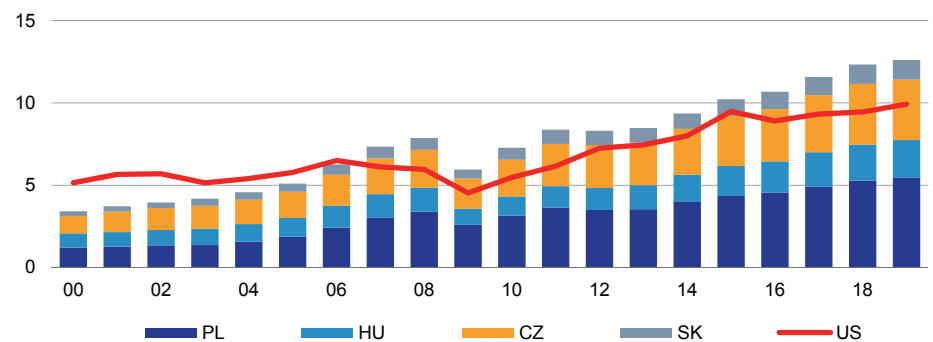
die Exporte nach UK könnten je nach Szenario sehr unterschiedlich sein. Erstens würde eine erhöhte Unsicherheit und ein abermaliges Verschieben einer Brexit-Frist wohl erneut negativ wirken. Dieser Effekt könnte jedoch weniger negativ sein als in den Vorjahren. Denn in den letzten Jahren ist bereits eine Reihe von unternehmerischen Entscheidungen gegen das Vereinigte Königreich gefallen und viele Unternehmen haben Notfallpläne für die Folgen eines harten Brexit erstellt. Zweitens könnte es zu Vorzieheffekten kommen, falls das neue Abkommen höhere Handelshürden vermuten lässt. Am positivsten wäre drittens ein Freihandelsabkommen, welches die bislang enge wirtschaftliche Verbindung beider Wirtschaftsräume bestätigt. In diesem Fall wären, nicht zuletzt wegen der Absatzschwäche vom Jahr 2016 bis 2018, kräftige Nachholeffekte möglich.

Emerging Markets, insbesondere Visegrad-Staaten, bleiben eine Stütze

Einer der wichtigsten Wachstumsmärkte für die deutschen Exporteure sind die Visegrad-Staaten: Polen, Tschechien, Ungarn und die Slowakei. In Summe exportieren wir bereits seit dem Jahr 2007 mehr Güter in diese Staaten als in unseren größten Absatzmarkt, die USA. Seither haben sie an Bedeutung gewonnen, auch aufgrund der zunehmenden Wettbewerbsintensität. Wegen der kostenseitigen Nachteile der deutschen Produktionsstandorte (z.B. Arbeitskosten, Unternehmenssteuern, Strompreise) dürften diese Verflechtungen eher zunehmen. Bisher verliefen Importe und Exporte in die Visegrad-Staaten im Gleichlauf. Bei einer weiteren Produktionsverlagerung könnten komplette Produktionsketten verstärkt in die Visegrad-Staaten verlagert werden und die Verkäufe der deutschen Automobilindustrie dann teilweise von dort erfolgen. Dies könnte auch die deutschen Exporte in andere Länder dämpfen. Der Trend hin zur Elektromobilität dürfte diese Restrukturierung beschleunigen, denn die erforderlichen Investitionen erfordern offenkundig Kostensparprogramme. Im Jahr 2020 erwarten wir folglich abermals ein deutliches Wachstumsplus bei den Ausfuhren in diese Länder.

Bilaterale Exporte: Visegrad-Staaten vs. USA

in EUR Mrd. pro Jahr



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Die Exporte in viele andere Emerging Markets verlaufen dagegen recht volatil

Die Exporte in die Türkei gingen das vierte Jahr in Folge zurück. In der zweiten Jahreshälfte 2019 zogen sie aber dank der Stabilisierung der türkischen Lira und der wieder besseren Wirtschaftsdaten an. Diese dürfte – zumindest ohne weitere US-Sanktionen und geopolitische Spannungen – im Jahr 2020 eine



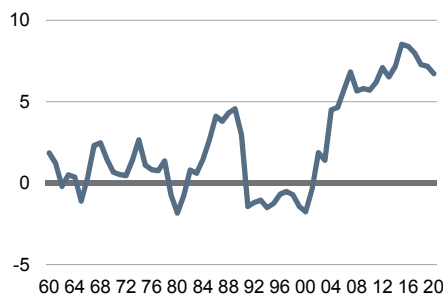
Vorsicht, zerbrechlich!

Fortsetzung finden. Sehr ähnlich verliefen die Absätze nach Russland. Auch hier trugen die Aufwertung des Rubels und die bessere Wirtschaftslage zu einer Belebung in der zweiten Jahreshälfte des Jahres 2019 bei. Ohne erneute geopolitische Spannungen dürften die Exporte nach Russland im Jahr 2020 wiederum leicht zulegen. Dies sollte selbst dann gelten, wenn die aktuellen Sanktionen am 15. März 2020 erneut verlängert würden. Sollte jedoch der Ölpreis im kommenden Jahr kräftig fallen, würde dies die deutschen Exporte nach Russland dämpfen. Perspektivisch, wenn die jüngste Annäherung zwischen der Ukraine und Russlands den Weg zum Frieden weisen sollte, könnte Russland, aktuell auf Platz 14 der wichtigsten deutschen Exportmärkte, für deutsche Exporte wieder an Bedeutung gewinnen. Vor der Einführung der EU-Sanktionen im Jahr 2014 war Russland auf dem Weg unter die „Top Ten“; für den deutschen Maschinenbau erreichte das Land sogar zwischenzeitlich den vierten Platz. Würden Nachholeffekte tatsächlich eintreten, dürften die Wachstumsraten deutlich über 10% liegen. Die Exporte in viele arabische Staaten verzeichneten im Jahr 2019 kräftige, teilweise zweistellige Einbrüche. Im Jahr 2020 dürfte das Überangebot auf den globalen Rohölmärkten erneut die Ausfuhren in diese Länder schmälern. Bestenfalls dürften diese Märkte stagnieren. So exportfreudig Deutschlands Industrie ist, bleiben die Exporte in außereuropäische Emerging Markets von relativ geringer Bedeutung. Die wichtigsten sind Mexiko auf Rang 22, Indien auf Rang 25, Brasilien auf Rang 28 und Südafrika auf Rang 29. Wenngleich die Exporte in diese Länder kräftig wachsen, liegt ihr Marktanteil an allen Güterexporten jeweils unter 1%.

1960-2020 Leistungsbilanz

14

in % des BIP



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Leistungsbilanzüberschuss baut sich nur allmählich ab

Der Leistungsbilanzüberschuss dürfte im Jahr 2019 geringfügig auf 7,2% des BIP bzw. rund EUR 245 Mrd. gefallen sein. Mit diesem vierten Rückgang in Folge (2015: 8,6%, 2016: 8,5%, 2017: 8,1%, 2018: 7,4%) baut sich der Überschuss weiterhin langsam, aber stetig ab. Wir erwarten für das Jahr 2020 eine Fortsetzung dieser Entwicklungen und einen Überschuss von dann 6 ¾% des BIP. Deutschland trägt unter den großen Ländern also weiterhin besonders stark zu den globalen Ungleichgewichten bei, was jedoch eine Entscheidung von Millionen einzelner Wirtschaftssubjekte und nicht das Ergebnis einer wirtschaftspolitischen Strategie ist. Der erwartete weitere Rückgang der Überschüsse im Jahr 2020 dürfte abermals zu einem negativen Wachstumsbeitrag der Nettoexporte zum BIP führen. Auch in den Folgejahren werden die realen Exporte wohl weniger kräftig wachsen als die Importe. Auch aufgrund demografischer Effekte dürfte es sich hierbei um eine dauerhafte Veränderung handeln, die bereits seit mehreren Jahren zu beobachten ist.

Nahezu unveränderte Struktur der Leistungsbilanz

Wesentliche Merkmale der Leistungsbilanz bestehen seit Jahren. Auch im Jahr 2019 gab es geringe Veränderungen der Unterkomponenten. Den hohen Güterüberschüssen und positiven Primäreinkommen stehen weiterhin Defizite bei den Dienstleistungen und den Transfers gegenüber. Auch die bilateralen Leistungsbilanzüberschüsse ändern sich nur geringfügig. Bemerkenswert sind lediglich die Rückgänge der Überschüsse gegenüber den Euro- und EU-Ländern, die jeweils um rund 10% auf EUR 75 Mrd. und EUR 100 Mrd. gefallen sind. Die Überschüsse mit den USA erreichten dagegen mit EUR 75 Mrd. ein neues Allzeithoch. Hier schlägt sich einerseits die Stärke der US-Wirtschaft nieder, andererseits aber auch die hohe Unsicherheit über den künftigen Pfad der US-Handelspolitik. Die damit einhergehende Dollarstärke verbessert dann die Absatzchancen der deutschen Wirtschaft. Die Entwicklung der Überschüsse in den kommenden Jahren dürfte wesentlich von der Zollpolitik der USA und, wie oben



Vorsicht, zerbrechlich!

beschrieben, davon abhängen, ob die USA Zölle auf Importe von Autos und Autoteilen aus der EU erheben. Unseres Wissens stehen aktuell keine Fristen an, die hierbei zu berücksichtigen sind. Das Thema dürfte aber bei den Verhandlungen zwischen den USA und der EU aufgegriffen werden.

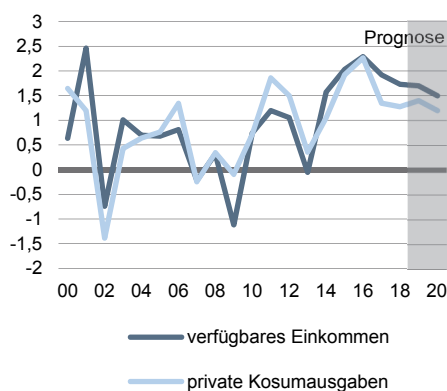
Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)

Privater Konsum bleibt wichtigster Konjunkturmotor im Jahr 2020

Real verfügbares Einkommen und private Konsumausgaben

15

Real, % gg. Vj.

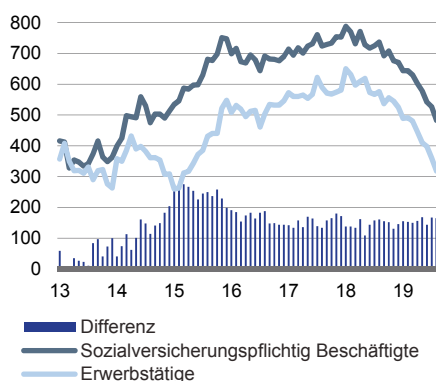


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Beschäftigungsaufbau mit nachlassender Dynamik

16

Veränderung gg. Vj., '000 Personen



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

Das Wachstum der privaten Konsumausgaben dürfte sich im Jahr 2020 leicht auf 1,2% abschwächen, nachdem für das Jahr 2019 eine Zunahme von 1,5% zu erwarten ist. Damit läge der Wachstumsbeitrag in diesem Jahr bei 0,8 Prozentpunkten und in 2020 bei 0,6. Wichtige Impulsgeber für die positive Entwicklung im abgelaufenen Jahr waren die aufwärtsgerichtete Beschäftigungs- und Lohnentwicklung, aber auch die finanzpolitischen Maßnahmen der Bundesregierung sowie Nachholeffekte bei Pkw-Käufen. Zusammen mit den Bauinvestitionen (geschätzte Wachstumsbeiträge in 2019 und 2020 von je 0,4 Prozentpunkten) wird der Konsum der privaten Haushalte im kommenden Jahr weiterhin Motor einer binnenwirtschaftlich getriebenen Konjunktur bleiben.

Die leichte Abschwächung in 2020 dürfte aus einem nicht mehr ganz so starken Lohnwachstum resultieren. Vor dem Hintergrund der abgeschwächten konjunkturellen Entwicklung ist zu erwarten, dass die Ergebnisse der kommenden Tarifrunde (für rund 10 Mio. Beschäftigte) etwas verhaltener ausfallen werden. So dürfte das durchschnittliche Tariflohnwachstum im kommenden Jahr bei etwa 2,5% liegen, nach rund 3% in 2019. Zudem wird der gesetzliche Mindestlohn im Januar von EUR 9,19 auf EUR 9,35 angehoben.

Die Ausgaben der privaten Haushalte dürften im kommenden Jahr auch von den zum 1. Juli wieder kräftig steigenden Renten¹ (Westdeutschland: 3,15%, Ostdeutschland: 3,92%) profitieren. Hinzu kommen die Anhebungen der Grund- und Kinderfreibeträge sowie die Anpassung der Tarifeckwerte in der Einkommenssteuerermittlung, zum Ausgleich der „kalten Progression“. Die weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen dürften den privaten Verbrauch ebenfalls stützen. Das gilt auch für die im Jahresdurchschnitt sinkende Inflationsrate (2019: 1,4% und 2020: 1%), die die reale Kaufkraft stützt.

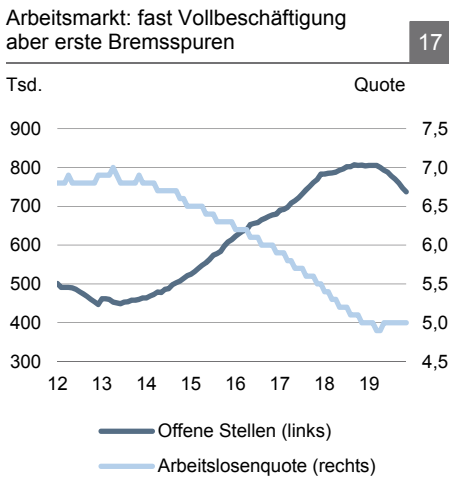
Im Vergleich zu H2 2018 (11,1%) hatte die Sparquote in H1 2019 auf 10,8% nachgegeben. Aufgrund der Probleme bei der Einführung des WLTP-Standards kam es im Jahr 2018 zu Lieferengpässen bei Pkws. Die infolge dessen aufgeschobenen Autokäufe wurden zu Beginn dieses Jahres nachgeholt und dürften zu dieser Entwicklung geführt haben. Angesichts der Wiederaufnahme des Anleihekaufprogramms der EZB und der Diskussionen um eine Weitergabe von Negativzinsen an Endkunden sank die Sparneigung gemäß der GfK-Umfrage zum Jahresende spürbar. In diesem Umfeld dürfte die Sparquote im kommenden Jahr noch leicht unter das Niveau von 10,8% sinken.

¹ Infolge der jüngsten Generalrevision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung wurden auch die Bruttolöhne und -gehälter revidiert. Gemäß der Rentenformel hätte sich dies im Jahr 2020 über den Faktor „Löhne“ in einem außerordentlichen Anstieg von etwa 2%, zusätzlich zur Anpassung aufgrund der Lohnsteigerungen des Jahres 2019, ausgewirkt. Im Jahr 2021 hätte sich dieser Effekt dann gemäß der Formel „mechanisch“ umgekehrt. Um einen solchen Jo-Jo-Effekt zu vermeiden, wurde eine entsprechende Gesetzesänderung in Kraft gesetzt (Bundesgesetzblatt Nr. 39, 20. November 2019).

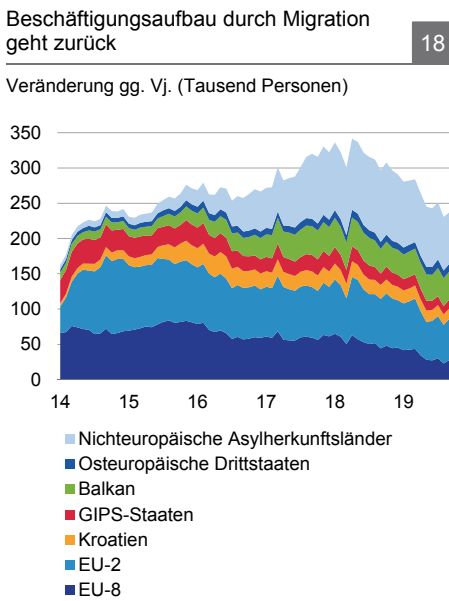


Vorsicht, zerbrechlich!

Arbeitsmarkt – deutlich nachlassende Dynamik



Quelle: Deutsche Bundesbank



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Der deutsche Arbeitsmarkt hat sich im Jahr 2019 trotz der konjunkturellen Schwächephase robust entwickelt. Das ist insbesondere auf die binnenorientierten Wirtschaftsbereiche zurückzuführen, die von den außenwirtschaftlichen Gegenwinden bisher wenig beeinflusst waren. Mit 45,3 Mio. Erwerbstätigen (+0,9% gg. Vj.) wird in diesem Jahr wieder ein neuer Rekord erreicht. Im Vergleich zu 2018 (+1,4% gg. Vj.) verlor der Zuwachs jedoch erwartungsgemäß an Schwung. Der aufwärtsgerichtete Beschäftigungstrend wurde von einer hohen Zuwanderung getragen. In den vergangenen zwölf Monaten (Stand Sep.) lag der Beitrag an der Zunahme der Erwerbstätigenzahl bei durchschnittlich rund 270.000 Personen.² Bemerkenswert ist, dass der Beschäftigungsaufbau insgesamt auch im Jahr 2019 vor allem bei den sozialversicherungspflichtigen Arbeitsverhältnissen erfolgte. Im Jahresverlauf fiel die Arbeitslosenquote in zwei Monaten sogar auf 4,9%, wenngleich hier der vermehrte Einsatz aktiver arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen zur Wirkung kam. Im Jahresdurchschnitt wird sie bei 5% liegen.

Arbeitsmarktausblick 2020

Für die Arbeitsmarktentwicklung in 2020 wird entscheidend sein, wann die Rezession in der deutschen Industrie ein Ende findet. Gegenwärtig signalisieren vorlaufende Stimmungsindikatoren eine Bodenbildung, sodass die Talsohle zu Beginn des nächsten Jahres erreicht sein könnte. Die Zweiteilung der deutschen Volkswirtschaft, mit aufwärtsgerichtetem Dienstleistungs- und Bausektor und eher seitwärts tendierender Industrieproduktion, dürfte erst einmal erhalten bleiben. Vor diesem Hintergrund dürfte es in der Industrie vor allem im Bereich der Leiharbeit zu einem weiteren Abbau kommen, während gut qualifizierte Arbeitskräfte in vielen Bereichen nach wie vor gesucht sind.

Da der Arbeitsmarkt gewöhnlich mit einem Nachlauf von rund sechs Monaten auf die wirtschaftliche Entwicklung reagiert, ist insbesondere vom Verarbeitenden Gewerbe noch mit negativen Effekten auf die Beschäftigungsentwicklung zu rechnen. Auch ein Blick auf die entsprechenden Unterkomponenten der Einkaufsmanagerindizes (PMIs) oder des ifo-Beschäftigungsbarometers signalisiert für das kommende Quartal eine rückläufige Beschäftigtenzahl in der Industrie. Trotz der lang anhaltenden Industrierezession fallen die gesamten Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt in dieser konjunkturellen Schwächephase bisher gering aus. Im Vergleich zur Rezession von 2009 hat der binnenwirtschaftlich orientierte Dienstleistungssektor an Gewicht gewonnen und damit auch den Arbeitsmarkt konjunkturunabhängiger werden lassen.

Zum anderen hat der Beschäftigungsboom der vergangenen Jahre zu einer generellen Knappheit an qualifizierten Arbeitskräften geführt. Daher ist es plausibel – auch für die schwächelnden Industriebranchen – der Arbeitskräftesicherung höhere Priorität einzuräumen und auf umfangreiche Entlassungen – wann immer möglich – zu verzichten. Das gilt umso mehr mit Blick auf den demografischen Wandel. Insbesondere der Mitte der 2020er Jahre beginnende Renteneintritt der Babyboomer wird die Arbeitskräftezahl spürbar reduzieren.

So deuten auch die Frühindikatoren (IAB- und ifo-Barometer) für den deutschen Arbeitsmarkt auf eine weiter aufwärtsgerichtete Beschäftigungsentwicklung hin, wenngleich mit einer schwächeren Dynamik als in 2019. Wir erwarten für 2020 eine Zunahme der Erwerbstätigenzahl um etwa 130.000 gg. Vj. (+0,3%), nach knapp 400.000 in 2019 (+0,9%). Insbesondere die Umfrageergebnisse (PMIs

² Zuwanderung aus den neuen osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten, den GIPS-Staaten und den übrigen Migrationsländern (nichteuropäische Asylherkunftsländer, Westbalkan und osteuropäische Drittstaaten)



Vorsicht, zerbrechlich!

Unternehmen zeigen zurückhaltendere Einstellungsneigung

19

Standardisierte Werte (seit 2009)

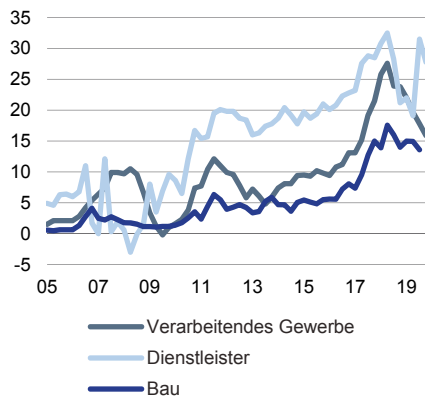


Quellen: Bundesagentur für Arbeit, ifo, IHS Markit, Deutsche Bank Research

Weiterer Arbeitskräftemangel, aber nachlassender Druck

20

Arbeitsangebot als wichtige Hürde der Geschäftstätigkeit, Anteil Firmenmeldungen, %



Quelle: EU-Kommission

und ifo) für den Dienstleistungssektor wie auch für den Bau signalisieren steigende Beschäftigungszahlen und stützen diese Erwartung.

Die von konjunkturellen Gegenwinden betroffenen Unternehmen dürften zur Anpassung ihres Arbeitseinsatzes erst einmal weiterhin die Möglichkeiten der Arbeitszeitflexibilität nutzen. Dazu zählen Arbeitszeitkonten, das Abschmelzen von Überstunden oder die Kurzarbeit. Zudem können Anpassungen der Mitarbeiterzahlen über das Nicht-Nachbesetzen von Stellen vorgenommen werden. Die Arbeitslosenquote dürfte 2020 leicht auf 5,1% ansteigen.

Weiter steigender Kostendruck könnte dazu führen, dass die Produktivität, gerade am unteren Rand des Lohnspektrums, unter das Mindestlohniveau fällt und es so zu negativen Beschäftigungseffekten kommt. Bisher dürfte dies auch deshalb ausgeblieben sein, weil Unternehmen beispielsweise die Reduktion der vertraglichen Arbeitszeit, die Aufgabenverdichtung oder schlichtweg die Erhöhung von Preisen als Anpassungskanäle nutzten. Vor allem letztgenanntes Instrument ist in einer konjunkturellen Schwächephase nur noch begrenzt umsetzbar.

Lohnrunde 2020 – Spagat zwischen Lohnforderungen und Arbeitszeitflexibilität

In der Tarifrunde des Jahres 2020 werden für rund 10 Millionen tariflich gebundene Arbeitskräfte, knapp 30% der zuletzt rund 33,6 Millionen sozialversicherungspflichtig Beschäftigten, neue Tarifverträge ausgehandelt. Im Fokus dürften die im April anstehenden Verhandlungen in der Metall- und Elektroindustrie (3,8 Mio.) stehen und ab September jene für den Öffentlichen Dienst des Bundes und der Gemeinden (2,7 Mio.). Zu den weiteren größeren Tarifbereichen, für die im kommenden Jahr verhandelt wird, zählen die Leiharbeit (knapp 1 Mio.) und das Bauhauptgewerbe mit gut 633.000 Beschäftigten.

Angesichts des Abschwungs in der Industrie dürfte das Verhandlungsergebnis im Bereich Metall und Elektro im Jahr 2020 verhaltener ausfallen als noch in 2018 (+4,3% plus tarifliches Zusatzgeld). Die jüngsten Abschlüsse in der chemischen Industrie von unter 2% könnten hier richtungsweisend sein. Zudem dürften Arbeitszeitflexibilisierung und Weiterbildung weitere Verhandlungselemente werden. Im August des kommenden Jahres laufen die Tarifvereinbarungen im Öffentlichen Dienst von Bund und Gemeinden aus. Die Forderungen dürften sich an denen der Tarifrunde 2018 für die Landesbediensteten orientieren. Da auch der Öffentliche Dienst mit anderen Branchen um gut qualifizierte Arbeitskräfte konkurriert, dürften vor allem für die mittleren Entgeltgruppen bzw. in deren unteren Tarifstufen Abschlüsse von gut 3% verhandelt werden. Insgesamt dürften die Tariflohnabschlüsse des Jahres 2020 zu einem Anstieg von etwa 2,5% führen. Zusammen mit der Erhöhung der monetären Sozialleistungen (Altersrenten) sowie dem, wenn auch verhaltenen Beschäftigungswachstum sollten die nominal verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte knapp 3% steigen. Angesichts der von uns erwarteten Inflationsrate von 1% dürften die real verfügbaren Einkommen in 2020 um gut 1 ½% zunehmen.

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

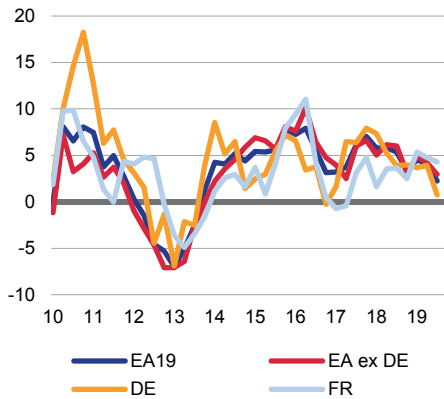


Ausrüstungsinvestitionen

Reale Ausrüstungsinvestitionen

21

% gg. Vj.
(saison- und kalenderbereinigte Werte)



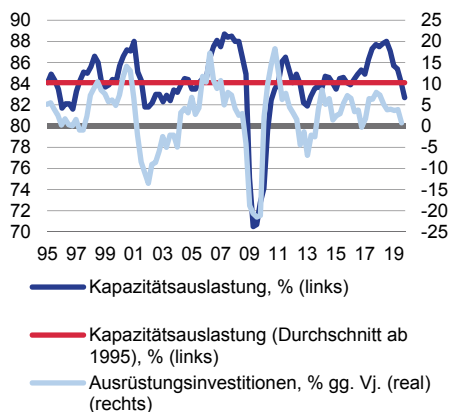
Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Schwacher Welthandel, handelspolitische Risiken und Industrie-rezession bremsen deutsche Ausrüstungsinvestitionen aus ...

Die Abkühlung der Weltkonjunktur (Industrierezession, nachlassender Welthandel) und die hohen politischen Unsicherheiten wirken sich weiterhin stark belastend auf die Investitionen aus. Insbesondere die Handelskonflikte dämpfen vielerorts die Investitionsbereitschaft der in die globalen Wertschöpfungsketten eingebundenen exportgetriebenen Industrieunternehmen, da sie die politischen Rahmenbedingungen für den Außenhandel (Zollsätze, Einfuhrquoten, Handelsbeschränkungen) unsicher machen. Das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen (Maschinen, Geräte und Fahrzeuge) hat sich in den entwickelten und aufstrebenden Volkswirtschaften im bisherigen Jahresverlauf weiterhin merklich abgekühlt (siehe Grafik 21). Der nachlassende Welthandel und die Rezession in der deutschen Industrie lasten auf den stark konjunkturabhängigen Ausrüstungsinvestitionen.

Ausrüstungsinvestitionen vs. Kapazitätsauslastung der Industrie

22



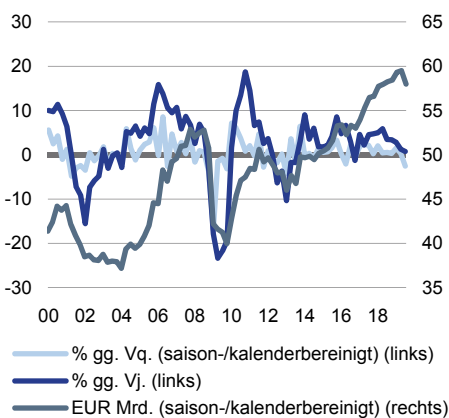
Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, DB Research

Laut DIHK-Konjunkturumfrage³ (vom Herbst 2019) sehen knapp die Hälfte der befragten Industrieunternehmen – und damit so viele wie noch zuvor seit Beginn der Erhebungen im Jahr 2010 – die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen als Risiko für ihre Geschäftsentwicklung. Außenwirtschaftliche Risiken (ungelöster Handelskonflikt, Brexit, globale Wachstumsschwäche) verunsichern die Industrieunternehmen offensichtlich zunehmend. Die spürbare Eintrübung bei den Geschäfts- und Exporterwartungen (deutlich unter langjährige Mittelwerte) hat die Unternehmen dazu veranlasst, deutlich vorsichtiger zu agieren.

So haben die Industrieunternehmen als Reaktion auf das eingetrübte Geschäftsklima ihre Investitions- und Beschäftigungsabsichten im Herbst abermals deutlich nach unten angepasst. In der Summe überwiegen die Industrieunternehmen, die in den nächsten 12 Monaten ihre Investitionsbudgets reduzieren wollen, diejenigen Unternehmen, die künftig höhere Investitionen planen (Saldo: -4% der befragten Unternehmen; z. Vgl. Gesamtwirtschaft: 26% höher / 21% geringer / 5% Saldo). Die Produzenten von Investitionsgütern, die im besonderen Maße den globalen Nachfrageschwankungen ausgesetzt sind, haben ihre Investitionspläne besonders stark nach unten korrigiert (Saldo von -10%).

Entwicklung der realen Ausrüstungsinvestitionen

23



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

... aber auch die Energiewende verunsichert die Unternehmen

Bei den Motiven für Investitionen im Inland sind Ersatzbedarfe (65%) sowie Rationalisierungs- und Umweltschutzmaßnahmen (32% bzw. 19%) stärker in den Blickpunkt gerückt, wohingegen Maßnahmen zur Kapazitätserweiterung (26%) an Bedeutung verloren haben, was angesichts des rückläufigen Kapazitätsauslastungsgrades in der Industrie nicht überrascht (siehe Grafik 22). Neben der schwächeren (Welt-) Konjunktur und den hohen politischen Unsicherheiten sieht rund die Hälfte der Industrieunternehmen ein Geschäftsrisiko im Fachkräftemangel (48%). Das Geschäftsrisiko, das jedoch von den meisten Industrieunternehmen genannt wird und die Investitionen bremst, bleibt die Inlandsnachfrage (Anstieg auf 57% von 37% im Herbst 2018). Aber auch die Energiewende und die davon ausgehende Unsicherheit auf die Entwicklung der Energiepreise scheint die Unternehmen zu verunsichern.

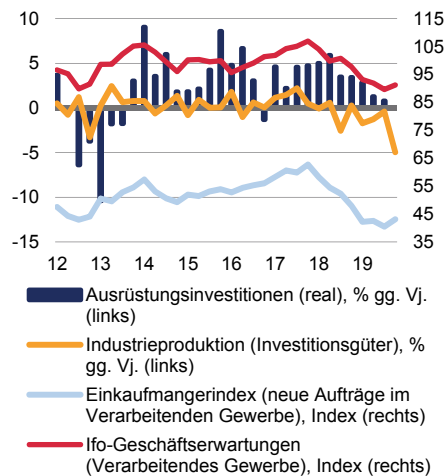
³ Siehe DIHK-Konjunkturumfrage Herbst 2019. Konjunktur auf Talfahrt.



Vorsicht, zerbrechlich!

Raues Umfeld für Ausrüstungs-
investitionen

24



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

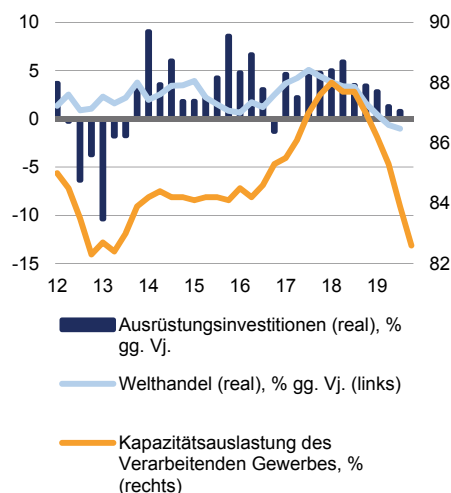
Seit Beginn des US-chinesischen Handelskonfliktes kaum noch Bewegung bei den Ausrüstungsinvestitionen

Seit Jahresbeginn 2018, also mehr oder weniger mit dem Beginn des US-chinesischen Handelskonfliktes, haben sich die (realen, d.h. preisbereinigten) Ausrüstungsinvestitionen kaum noch nach oben bewegt (siehe Grafiken 23 und 26). Im dritten Quartal 2019 schrumpften diese sogar um 2,6% gegenüber dem zweiten Quartal, wenngleich dieser Rückgang im Wesentlichen auf Sondereffekte, d.h. stark sinkende staatliche Ausrüstungsinvestitionen (-33% gg. Vq. nach einem Plus von knapp 50% im zweiten Quartal), zurückgeführt werden kann. Aber auch die privaten Ausrüstungsinvestitionen legten im dritten Quartal nur leicht zu (+0,7% gg. Vq.), nach einem Rückgang um mehr als 3% im zweiten Quartal. Die Jahreswachstumsrate der Ausrüstungsinvestitionen hat sich über die letzten rund zwei Jahre erheblich abgeschwächt, von 5,9% (2. Quartal 2018) auf zuletzt nur noch magere 0,8% (siehe Grafiken 24 und 25).

Rückenwind von zuvor hoher Kapazitätsauslastung geht verloren, stark rückläufige Investitionen in H2 2019

Ausrüstungsinvestitionen vs.
Welthandel und Kapazitätsauslastung

25



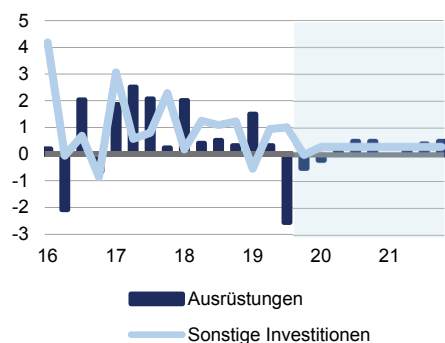
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Während der Auslastungsgrad im dritten Quartal 2018 noch bei 88% lag, fiel er bis zum Schlussquartal 2019 auf nur noch 82,7% und lag damit wieder unterhalb des langjährigen Mittelwertes von rund 84% (siehe Grafik 22). Trotz außerordentlich günstigen Finanzierungsbedingungen dürften unserer Einschätzung nach in der kurzen bis mittleren Frist die negativen Faktoren überwiegen. Zu den die Investitionen hemmenden Faktoren zählen insbesondere der zunehmende Protektionismus und die damit verbundenen Risiken (wie z.B. die Gefahr von Strafzöllen auf europäische Kraftfahrzeuge), der zunehmende Fachkräftemangel in Deutschland, die Wachstumsverlangsamung in wichtigen Exportmärkten (u.a. China) und technologische Veränderungen in wichtigen Schlüsselindustrien (z.B. in der Automobilwirtschaft), die strukturelle Umbrüche und damit zunächst Unsicherheiten für die Unternehmen mit sich bringen. Aktuelle Frühindikatoren, wie die Ifo-Geschäftserwartungen oder die Einkaufsmangerindizes für das Verarbeitende Gewerbe zeigen wachstumsseitig noch keine Wende zum Besseren an. Vielmehr deuten die eingetrübten Geschäftserwartungen der Unternehmen im deutschen Verarbeitenden Gewerbe sowie den industrienahen Dienstleistungsfirmen darauf hin, dass die Ausrüstungsinvestitionen der nicht-staatlichen Sektoren in H2 2019 deutlich schrumpfen dürften. Für das Schlussquartal 2019 erwarten wir einen weiteren Rückgang um 1/2%. Im ersten Quartal 2020 droht ein abermaliger Rückgang um 1/4% (siehe Grafik 26).

Die Ausrüstungsinvestitionen dürften sich weiterhin schwach entwickeln

26

% gg. Vj. (real; saison-/kalenderbereinigt)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Ausblick 2020/21: Keine spürbare Belebung in Sicht!

Auch zum Jahresbeginn 2020 dürfte die Investitionstätigkeit noch lahmen und erst ab dem 2. Quartal wieder einen leicht expansiven Pfad einschlagen (in Richtung einer Wachstumsrate von rund 1/2% pro Quartal) (siehe Grafik 26). Eine stärkere Belebung der Investitionstätigkeit würde voraussetzen, dass die gegenwärtigen Risiken (wie z.B. ein ungeordneter Brexit, potenzielle US-Strafzölle auf Kraftfahrzeugausfuhren in die USA, unsichere politische Verhältnisse in Italien/Spanien/Deutschland) beseitigt werden. Bezogen auf die Jahreswachstumsrate erwarten wir, dass die deutschen Ausrüstungsinvestitionen 2019 im Mittel um niedrige 0,7% gewachsen sein dürften (nach durchschnittlich knapp 4% zwischen 2015-18). 2020 dürften sie sogar im Jahresdurchschnitt um 0,5% sinken, ehe sie 2021 mit ca. 2% wieder leicht ansteigen dürften. Grundvoraussetzung für eine wieder höhere Dynamik bei Ausrüstungsgütern bleibt eine deutliche Belebung der Weltwirtschaft bzw. des Welthandels.

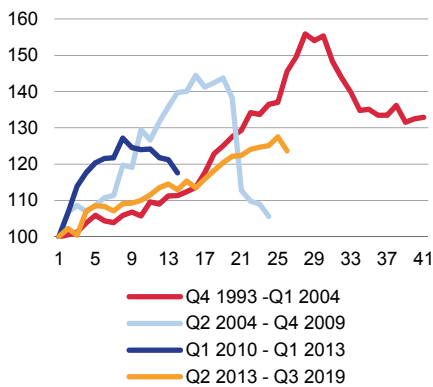


Vorsicht, zerbrechlich!

Nicht-staatliche Ausrüstungs-
investitionen im Konjunkturverlauf

27

Index: 100=Startpunkt im jeweiligen Zyklus

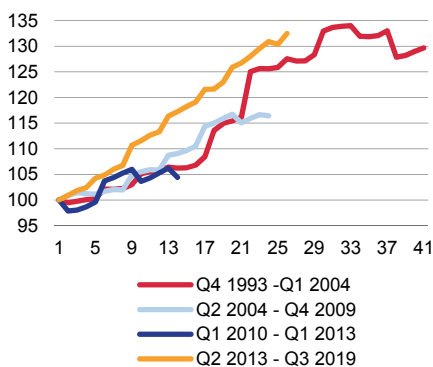


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Nicht-staatliche sonstige
Investitionen im Konjunkturverlauf

28

Index: 100=Startpunkt im jeweiligen Zyklus

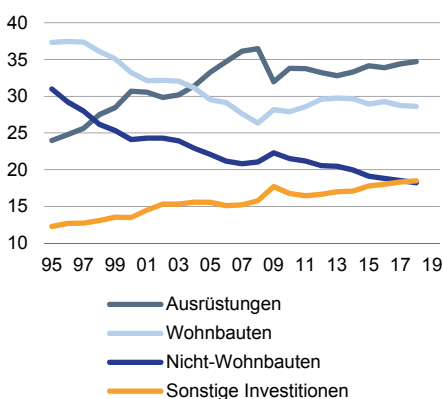


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Bedeutung der sonstigen Investitionen
steigt kontinuierlich an

29

% Anteile an den Bruttoanlageinvestitionen
(auf Basis preisbereinigter u. verketteter Werte)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Investiert Deutschland zu wenig und riskiert damit seine Zukunftsfähigkeit?

Der Vorwurf: Investitionsschwäche bei den Unternehmen – Staat „fährt auf Verschleiß“

Im In- und Ausland wird vielfach die These vertreten, dass Deutschland seine (öffentliche) Infrastruktur zunehmend verkommen lässt und dramatisch an Wettbewerbsfähigkeit einbüßt. Angesichts hoher Leistungsbilanz- und Haushaltsüberschüsse wird Deutschland vorgeworfen, zu wenig zu investieren. Den deutschen Unternehmen wird vielfach eine Investitionsschwäche attestiert, die sich in der relativ schwachen Entwicklung bei den Ausrüstungsinvestitionen – gerade mit Blick auf vergangene Konjunkturzyklen – ausdrücke. Daher gelte es seitens der Politik, die Unternehmensinvestitionen gezielt anzuregen, u.a. über verbesserte Rahmenbedingungen, eine verstärkte steuerliche Investitionsförderung oder Subventionen.

Aber auch der Staat selbst steht mit seiner Investitionstätigkeit in der Kritik. Ihm wird vorgeworfen, schon seit vielen Jahren, wenn nicht sogar Dekaden, von der Substanz seiner öffentlichen Infrastruktur zu leben und seinen Kapitalstock (z.B. Straßen, Schienen, öffentliche Gebäude etc.) zunehmend verschleifen zu lassen. So macht z.B. das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) schon seit vielen Jahren eine erhebliche öffentliche „Investitionslücke“ in Deutschland aus, die tunlichst und mit großen staatlichen Anstrengungen geschlossen werden müsse. Angesichts angeblich erheblicher öffentlicher Investitions- und Infrastrukturdefizite wird der Staat aufgefordert, seine wachstumsfreundlichen Ausgaben (insbesondere in die Verkehrsinfrastruktur, den Klimaschutz, die Digitalisierung, Bildung und Forschung & Entwicklung) endlich deutlich zu steigern, um nicht den Anschluss an andere Länder im immer härteren weltwirtschaftlichen Wettbewerb zu verlieren.

Mit Blick auf die Ausrichtung der Fiskalpolitik wird dem deutschen Staat vorgeworfen, mit dem Festhalten an der „Schwarzen Null“ (einem ausgeglichenen Bundeshaushalt) die Zukunftsfähigkeit des Landes und damit den Wohlstand von morgen aufs Spiel zu setzen. Angesichts von Null-/Negativzinsen für den deutschen Fiskus ist nach der obigen Leseart der Fiskalkritiker geradezu fahrlässig, auf eine kreditfinanzierte Investitionsoffensive zu verzichten. Das Kalkül: Langfristige Kredite zu Nullzinsen und eine Stärkung des deutschen Wachstumspotenzials inklusive positiver „Spillover“-Effekte für die Eurozone und den Rest der Welt. In diesem Kontext wird oft behauptet, dass ein großangelegtes, kreditfinanziertes öffentliches Investitionsprogramm aus Nachhaltigkeitsgesichtspunkten unproblematisch wäre, da Zins-Wachstumsdifferenz – eine entscheidende Größe für die künftige Entwicklung der Staatsschuldenquote – deutlich negativ ist.

Auch die grundgesetzlich verankerte Schuldenbremse gehöre nach Meinung dieser Kritiker abgeschafft oder zumindest reformiert (z.B. unter Ausklammerung von öffentlichen Investitionen), da sie die Investitionstätigkeit des Staates behindert und damit künstlich das Wachstumspotenzial begrenzt („Investitionsbremse“). Es wird ein angeblicher Zielkonflikt bzw. Widerspruch zwischen soliden Staatsfinanzen und höheren Investitionen suggeriert. Selbst das arbeitgebernahe Institut der Deutschen Wirtschaft (IW) fordert Anpassungen bei der Schuldenbremse und schlägt die Auflage eines „Deutschlandfonds“ im Volumen von bis zu EUR 450 Mrd. über die nächsten zehn Jahre vor. Diese Forderung scheint sich mittlerweile auch die neue SPD-Führungsspitze zu eigen gemacht zu haben.

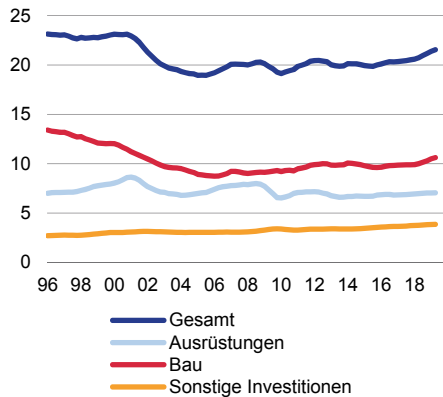


Vorsicht, zerbrechlich!

Die deutsche Investitionsquote steigt schon seit mehreren Jahren

30

% BIP (gleitende Jahresdurchschnitte)

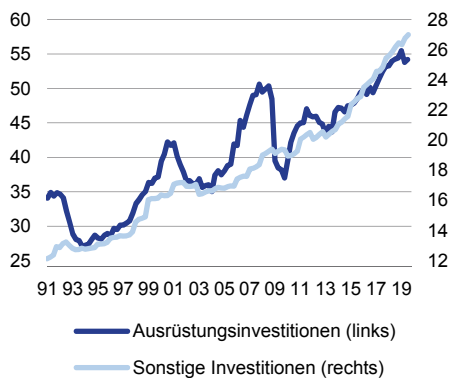


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Ausrüstungs- vs. sonstige Investitionen (nicht-staatl. Sektor)

32

EUR Mrd. (real)
saison- und kalenderbereinigte Werte

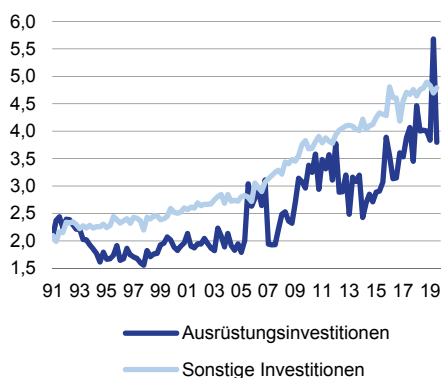


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Ausrüstungs- vs. sonstige Investitionen (Staat)

33

EUR Mrd. (real)
saison- und kalenderbereinigte Werte



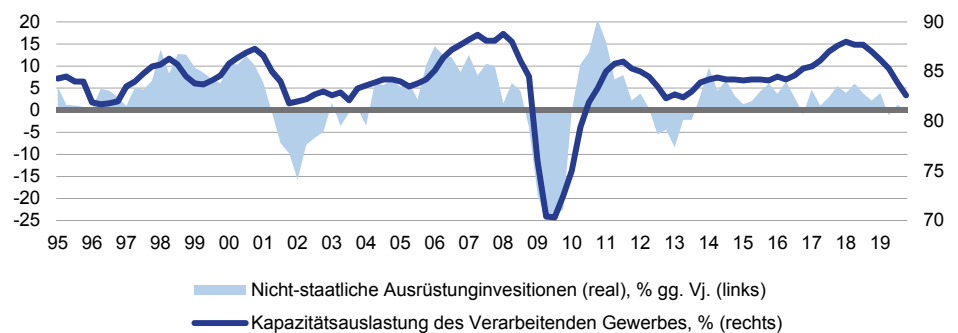
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die Fakten: Keine Investitionsschwäche der Unternehmen erkennbar – deutlicher Anstieg bei den staatlichen Investitionen angelegt

Ein Blick auf die Investitionstätigkeit der nicht-staatlichen Sektoren seit Anfang der 1990er Jahre zeigt, dass gerade die Ausrüstungsinvestitionen sich im aktuellen Konjunkturzyklus deutlich schwächer als in vergangenen Zyklen entwickelt haben (siehe Grafik 27). Vor dem Hintergrund der relativ hohen Kapazitätsauslastung (vor Beginn der derzeitigen Industrierezession) ist das (reale) Wachstum bei den Ausrüstungsinvestitionen relativ schwach ausgefallen (siehe Grafik 31).

Nicht-staatliche Ausrüstungsinvestitionen vs. Kapazitätsauslastung

31



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Ob diese Entwicklung jedoch ein Beleg für eine Investitionsschwäche der deutschen Unternehmen ist, kann – wenn überhaupt – nur unter Hinzunahme weiterer Indikatoren beantwortet werden. Interessant ist in diesem Zusammenhang die Tatsache, dass die sonstigen Investitionen (also Investitionen in geistiges Eigentum, Forschung & Entwicklung, Software und Datenbanken) sich noch nie so stark wie im gegenwärtigen Konjunkturzyklus entwickelt haben (siehe Grafik 28). Die Bedeutung dieser immateriellen Investitionen hat stetig zugenommen: Ihr Anteil an den gesamten Bruttoanlageinvestitionen ist von rund 12% 1995 auf 18,5% 2018 geklettert. Damit liegt er heute auf einem ähnlich hohen Niveau wie die Investitionen für nicht-Wohnbauten (Straßen, gewerbliche Gebäude, etc.) (siehe Grafik 29). Daher wäre es denkbar, dass die schwächere Dynamik bei den Ausrüstungsinvestitionen, die gleichzeitig mit einer höheren Dynamik bei den sonstigen Investitionen einherging, zu großen Teilen auch Ausdruck des (digitalen) Strukturwandels ist.

Grundsätzlich werden private Investitionsentscheidungen unter Renditegesichtspunkten getroffen. Ein Politiker oder Wissenschaftler dürfte – auf Basis vorliegender Makrodaten aus der VGR – wohl kaum besser als die Unternehmen selbst beurteilen, ob diese genug und sinnvoll investieren. Dennoch möchten wir anhand gängiger Größen untersuchen, welche Argumente für und gegen eine Schwäche bei den Unternehmensinvestitionen sprechen.

Auf Basis der Investitionsquote (Bruttoanlageinvestitionen zum BIP) zeigt sich, dass die deutsche Investitionsquote schon seit mehreren Jahren steigt und aktuell bei rund 21 ½% liegt (siehe Grafik 30). Sie liegt damit über den Werten vor der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise, jedoch noch unterhalb des Niveaus von Mitte der 1990er Jahre. Im Allgemeinen ist die Beurteilung der Investitionstätigkeit auf Basis von Investitionsquoten problematisch, da man die optimale Investitionsquote (d.h. den Idealzustand für die Investitionen) nicht bestimmen kann. Man kann lediglich Vergleiche zu vergangenen Episoden oder zwischen Ländern anstellen, die jedoch aufgrund länderspezifischer Gegebenheiten (z.B.

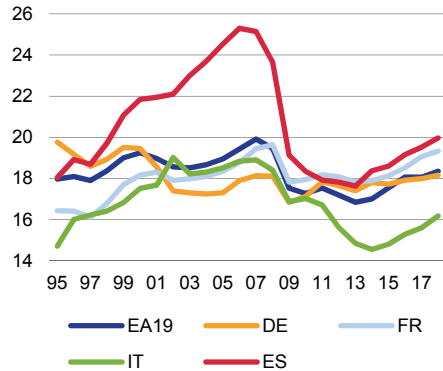


Vorsicht, zerbrechlich!

Bruttoanlageinvestitionen:
Nicht-staatliche Sektoren

34

% BIP (auf Basis preisbereinigter Werte)

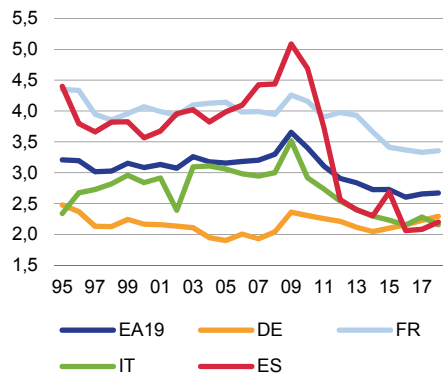


Quellen: AMECO, Deutsche Bank Research

Bruttoanlageinvestitionen:
Staat

35

% BIP (auf Basis preisbereinigter Werte)

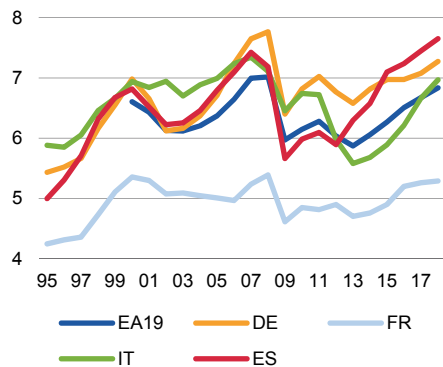


Quellen: AMECO, Deutsche Bank Research

Bruttoanlageinvestitionen:
Ausrüstungen

36

% BIP (auf Basis realer Werte)



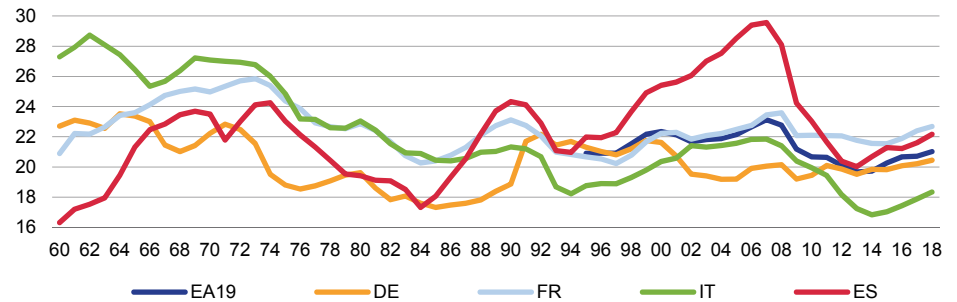
Quellen: AMECO, Deutsche Bank Research

Wiedervereinigungsboom in Deutschland in den 1990er Jahren, Bauboom und Immobilienmarktblase in Spanien in den 2000er Jahren) mit Vorsicht zu interpretieren sind.

Bruttoanlageinvestitionen: Volkswirtschaft insgesamt

37

% BIP (auf Basis preisbereinigter Werte)



Deutschland: vor 1991 altes Bundesgebiet.

Quellen: AMECO, Deutsche Bank Research

Eine weitere Schwäche nominaler Investitionsquoten ergibt sich daraus, dass diese durch Preiseffekte sowohl nach oben als auch nach unten verzerrt sein können. Grundsätzlich ist die reale Entwicklung der (Brutto-) Investitionen für die Kapitalstockbildung entscheidend und nicht der bloße Geldbetrag, der dafür verausgabt worden ist. So ist z.B. die an Nominalgrößen ansetzende Investitionsquote für Ausrüstungsgüter (Maschinen, Fahrzeuge) in Deutschland seit 1991 im Trend stark gefallen. Im Ergebnis liegt sie heute mit rund 6,6% deutlich unter dem Wert von knapp 10% im Jahr 1991 (siehe Grafik 38). Bei einer genauen Betrachtung zeigt sich, dass die Quote bis Ende der 2000er Jahre stark durch die rückläufige Preisentwicklung für Ausrüstungsgüter nach unten verzerrt war. Auch heute steigen die Preise für Ausrüstungsgüter nur sehr moderat und merklich langsamer als die Preise für die Gesamtwirtschaft (gemessen anhand des BIP-Deflators) (siehe Grafik 39). Unter Herausrechnung dieser relative Preiseffekte für Ausrüstungsgüter hat sich die (reale) Investitionsquote deutlich vorteilhafter entwickelt. Auch wenn diese Investitionsquote noch deutlich unter dem Niveau vor der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise liegt, ist sie im Trend seit Mitte der 1990er Jahre angestiegen und liegt über dem Niveau von 1991. Es zeigt sich auch, dass der trendmäßige Anstieg der Ausrüstungsinvestitionsquote auf Basis realer Werte deutlich stärker ausgefallen ist als bei Betrachtung von Nominalgrößen (siehe Grafik 38).

Aus diesem Grund liegt es nahe, die reale Investitionstätigkeit zu betrachten. Wie in den Grafiken 32 und 33 ersichtlich, liegen die realen Investitionen für Ausrüstungen und sonstige Anlagen am aktuellen Rand – trotz der aktuellen Wachstumsschwäche – sowohl für den Staats- als auch den Privatsektor über den Werten vor der globalen Finanzkrise. Aber auch ein Blick auf die um Preiseffekte bereinigten Investitionsquoten (Verhältnis von realen Investitionen zu realem BIP) zeigt, dass die deutschen Investitionen schon seit mehreren Jahren einem aufwärtsgerichteten Trend folgen. Diese Aufwärtsentwicklung ist sowohl für die gesamte Volkswirtschaft als auch für die nicht-staatlichen Sektoren und den Staat erkennbar (siehe Grafiken 34 und 35).

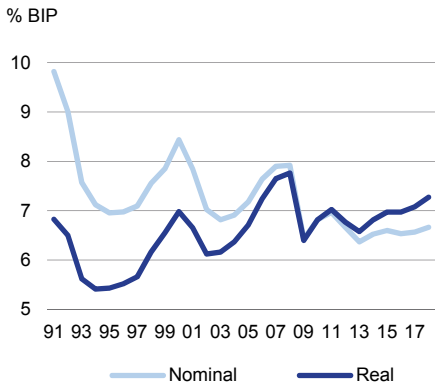
Auch wenn die staatliche Investitionsquote niedriger als in anderen Eurozonen-Ländern ausfällt, kann daraus nicht automatisch gefolgert werden, dass der deutsche Staat zu wenig investiert, da dies voraussetzen würde, dass die anderen Länder ein optimales Investitionsniveau erreichen (und Deutschland nicht). Ebenso bleibt der Ländervergleich von öffentlichen Investitionsquoten aufgrund einer unterschiedlichen Aufgabenverteilung zwischen Staat und Privatsektor



Vorsicht, zerbrechlich!

Deutschland: Bruttoanlageinvestitionen - Ausrüstungen

38



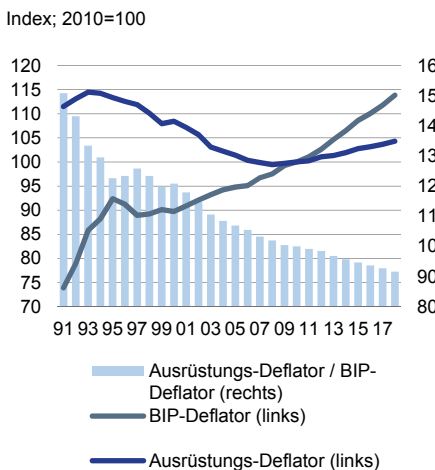
Quellen: AMECO, Deutsche Bank Research

problematisch. Zum Beispiel dürfte die französische staatliche Investitionsquote auch deshalb über der deutschen liegen, weil beispielsweise viele Krankenhäuser staatlich und nicht privatwirtschaftlich (wie in Deutschland) organisiert sind. In den USA dürften die öffentlichen Investitionen u.a. auch aufgrund deutlich höherer Investitionsausgaben für die Verteidigung über den deutschen liegen.

Zu guter Letzt kann man noch die Höhe des Kapitalstocks einer Volkswirtschaft sowie die Kapitalintensität (d.h. die Ausstattung der Erwerbstätigen mit Sachkapital) heranziehen. So könnte z.B. ein sinkender (realer) Kapitalstock oder eine fallende (reale) Kapitalintensität auf eine ungenügende Investitionstätigkeit und damit eine abnehmende Kapitalausstattung hindeuten. Anhand der Entwicklung des in der gesamten deutschen Volkswirtschaft genutzten Kapitalstocks (reale Quote zum BIP) ist auf den ersten Blick keine besorgniserregende Entwicklung feststellbar. Auch wenn der Kapitalstock relativ zum BIP seit der Finanzkrise leicht rückläufig ist, liegt er über den Werten Anfang der 1990er Jahre (siehe Grafik 40).

Deutschland: Deflator für Bruttoanlageinvestitionen

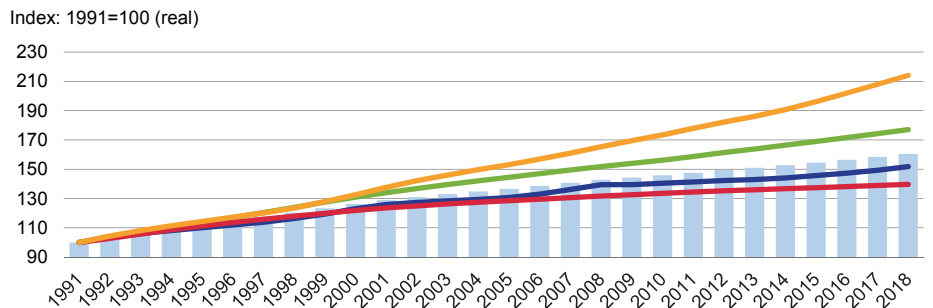
39



Quellen: AMECO, Deutsche Bank Research

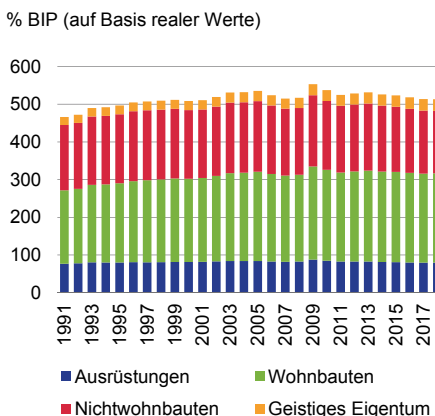
Bruttoanlagevermögen zu Wiederbeschaffungspreisen: Volkswirtschaft insgesamt

41



Anlagevermögen zu Wiederbeschaffungspreisen: Gesamte Volkswirtschaft

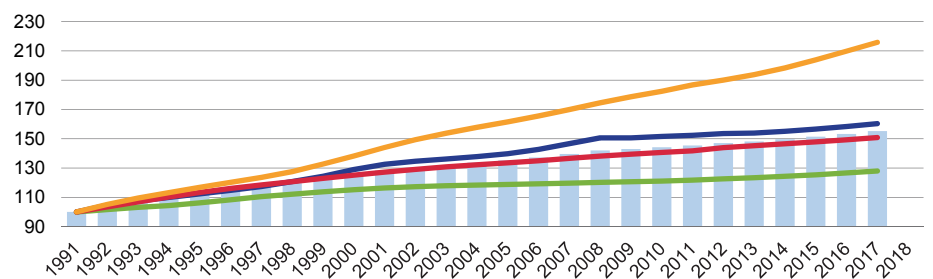
40



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

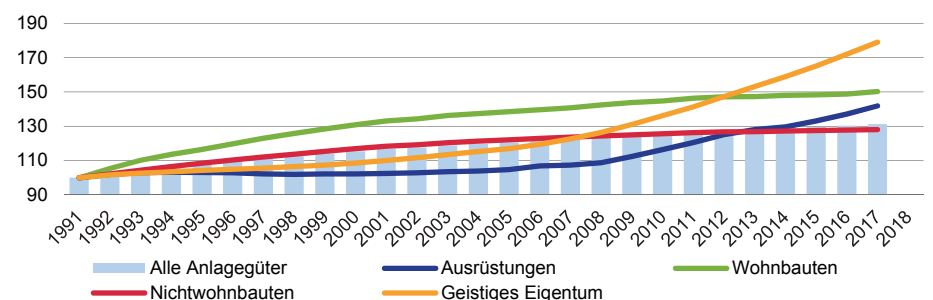
Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften

42



Staat

43



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

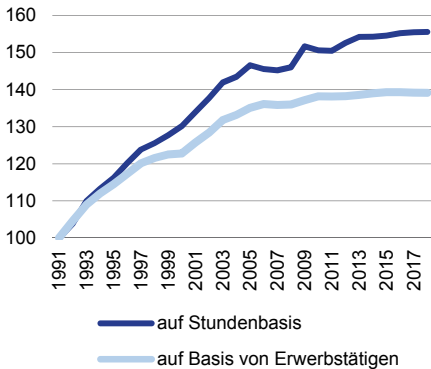


Vorsicht, zerbrechlich!

Kapitalintensität: Volkswirtschaft Anlagevermögen insgesamt (brutto)

44

Index: 1991=100 (real)
Anlagevermögen je Arbeitsinput

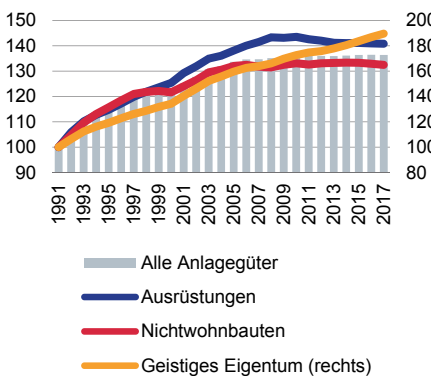


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Kapitalintensität: Nicht-fin. KG Anlagevermögen (brutto)

45

Index: 1991=100 (real)
Anlagevermögen je Erwerbstätigen

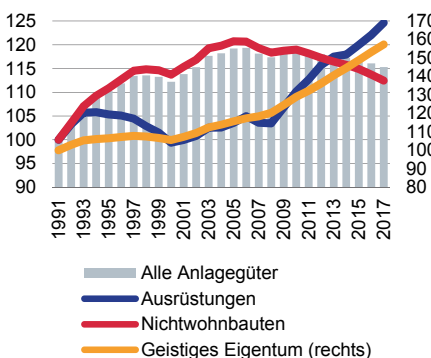


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

Kapitalintensität: Staatliches Anlagevermögen (brutto)

46

Index: 1991=100 (real)
Anlagevermögen je Erwerbstätigen



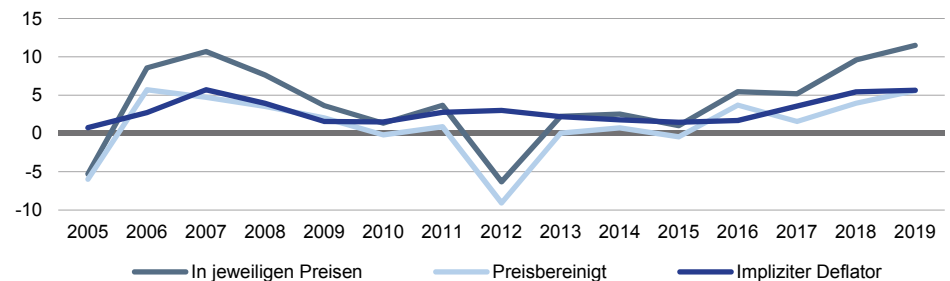
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

Der deutsche Kapitalstock ist – wie in den meisten anderen Volkswirtschaften – stark durch die Wohnbauten (Wohnungen, Häuser) als auch die Nichtwohnbauten (Straßen, öffentliche Gebäude, Gewerbebau) geprägt, die zusammen einen Anteil von knapp 80% am Kapitalstock haben. Die Ausrüstungs- und sonstigen Anlagen haben einen Anteil von rund 15 ½% und 6%. Während der Anteil der Ausrüstungsanlagen seit Anfang der 1990er Jahre leicht abgenommen hat (1991: 16,4%), hat sich dieser für sonstige Anlagen spürbar erhöht (1991: 4,5%). Festzuhalten bleibt, dass der (reale) Kapitalstock, gemessen am Bruttoanlagevermögen zu Wiederbeschaffungspreisen, seit 1991 stetig gestiegen ist und zwar sowohl für die gesamte Volkswirtschaft als auch für den Unternehmenssektor (hier approximiert anhand des Sektors der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften) und den Staat. Des Weiteren gilt diese Beobachtung für alle Anlagegüter, wobei auffällig ist, dass die sonstigen Anlagen am dynamischsten gewachsen sind. Ebenso zeigt sich, dass das Bruttoanlagevermögen des Staates in Nichtwohnbauten (Straßen, Autobahnen, Verwaltungsgebäude) schon seit mehreren Jahren nur noch sehr langsam wächst (siehe Grafik 43). Dies könnte ein Indiz dafür sein, dass der deutsche Staat in der Vergangenheit zu wenig in Nichtwohnbauten investiert hat. Klar ist aber auch, dass der deutsche Staat derzeit seine Investitionen in diesem Bereich deutlich erhöht. Die öffentlichen Bauinvestitionen wachsen im Moment so kräftig wie lange nicht mehr. Schon jetzt steigen die Preise für die öffentlichen Bauinvestitionen angesichts der hohen Kapazitätsauslastung sowie des zunehmenden Fachkräftemangels in der Bauwirtschaft so stark wie zuletzt Mitte der 2000er Jahre (siehe Grafik 47). Daher wären noch höhere Bauinvestitionen zu diesem Zeitpunkt kontraproduktiv.

Entwicklung der staatlichen Bauinvestitionen

47

% gg. Vj.



2019: Q3 2019 gg. Q3 2018 auf Basis rollierender Jahressummen

Quelle: Statistisches Bundesamt

Auch die Entwicklung der Kapitalintensität zeigt für die deutsche Volkswirtschaft insgesamt keine bedenklichen Entwicklungen, wenngleich sie auf Basis der geleisteten Arbeitsstunden nur noch sehr langsam zunimmt und auf Basis der Erwerbstätigen mehr oder weniger stagniert. Bei der Ausstattung mit Ausrüstungsanlagen zeigen sich ähnliche Tendenzen, wobei dort die Kapitalintensität auf Basis der Erwerbstätigen sogar seit der globalen Finanzkrise (leicht) zurückgegangen ist. Ein stetiger und dynamischer Anstieg zeigt sich jedoch dagegen bei den sonstigen Anlagen. Dies gilt sowohl für die Unternehmen (nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften) als auch den Staatssektor. Zwischen den Unternehmen und dem Staat zeigen sich jedoch unterschiedliche Entwicklungen bei den Ausrüstungen. Während die Kapitalintensität mit Blick auf die staatlichen Ausrüstungsgüter stark angestiegen ist, hat sie im Sektor der Nichtfinanzunternehmen in den letzten Jahren stagniert. Die sinkende Kapitalintensität bei den staatlichen Nichtwohnbauten ist ein weiteres Indiz dafür, dass der Staat Teile seiner physischen Infrastruktur erneuern muss.

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



Vorsicht, zerbrechlich!

Digitalpolitik: Große Worte, kleine Taten

Warnungen über das rasante Tempo, mit dem Europa und Deutschland im globalen digitalen Wettlauf weiter hinter den USA und China zurückfallen, sind so normal geworden, dass sie kaum noch Schlagzeilen machen. Dabei sollte die Tatsache, dass fast alle Big Techs und die Mehrheit der innovativen „Einhörner“ entweder aus den USA oder China stammen, die europäischen Staats- und Regierungschefs in permanente Alarmbereitschaft versetzen. Die Bundesregierung hat in der Tat, gleichsam mit den Regierungen in anderen europäischen Hauptstädten, detaillierte Analysen der zugrunde liegenden Ursachen dieser wachsenden Diskrepanz sowie ehrgeizige Strategien zur Lösung des Problems veröffentlicht.

Doch trotz der anhaltenden Lippenbekenntnisse der letzten Jahre, Deutschland zu einem wichtigen Spieler in der globalen Plattformwirtschaft zu machen, kommen bei der Umsetzung der Regierungsstrategie zwei wesentliche Faktoren notorisch zu kurz: Geld und Geschwindigkeit.

Viele der Mängel zeichnen sich bereits im institutionellen Rahmen der deutschen Digitalpolitik ab. Trotz wiederholter Forderungen nach einem deutschen Digitalministerium hat die Regierungskoalition von CDU/CSU und SPD nach den Wahlen 2017 beschlossen, die Verantwortlichkeiten und Kompetenzen für die digitale Transformation auf mehrere Ministerien zu verteilen. Seit 2018 werden die digitalen Bemühungen von einer „Staatsministerin für Digitalisierung“ im Kanzleramt von Merkel koordiniert. Aber da es kein Digitalministerium gibt, gibt es auch keinen „Digitalhaushalt“, der von den Etats der verschiedenen Ministerien unabhängig wäre. Es lässt sich daher nicht einmal ohne Weiteres feststellen, wie viel genau Deutschland für digitale Infrastruktur etc. ausgibt. Angesichts der sich überschneidenden Zuständigkeiten mehrerer Ministerien für Digitalpolitik sind Ausgaben nach dem „Gießkannenprinzip“ ohne klare Prioritäten zudem ein ernsthaftes Problem. Die Forderung nach einem digitalen Ministerium wurde von CDU-Parteichefin Kramp-Karrenbauer erneut aufgegriffen, aber es kann bezweifelt werden, dass die nächste Regierungskoalition in der Lage und willens sein wird, sich auf eine Bündelung der digitalen Kompetenzen unter einem Dach zu einigen.

Während Deutschland mit seiner Agenda „digital-made-in.de“ allmählich voranschreitet, häufen sich Mängel und unvollständige Projekte am Wegesrand.

In puncto digitale Infrastruktur hinkt Deutschland im internationalen Vergleich weiter hinterher, da sich hierzulande der Ausbau langsamer und weniger umfassend gestaltet hat als politisch beabsichtigt. Im Jahr 2018 wurde ein spezielles Sondervermögen „Digitale Infrastruktur“ mit einer Anschubfinanzierung von EUR 2,4 Mrd. eingerichtet. Dieses wird durch die Erlöse von EUR 6,5 Mrd. aus der Versteigerung von 5G-Lizenzen Anfang des Jahres aufgestockt. 70% des Fonds sollen für die Gigabit-Ziele der Regierung verwendet werden, die restlichen 30% für den „DigitalPakt Schule“. Angesichts des (mangelnden) Tempos und Umfangs des bisherigen Breitbandausbaus ist allerdings fraglich, ob der Zeitplan der Regierung für den Aufbau „gigabitfähiger konvergenter Netze“ und des Erreichens einer (großflächigen) 5G-Konnektivität bis 2025 eingehalten werden kann.

Die 2018 angekündigte Strategie der Regierung für „AI Made in Germany“ sieht bis 2025 ein Investitionsvolumen von rund EUR 3 Mrd. in KI vor (d.h. ~ EUR 500 Mio. p.a.). Dies könnte ein guter Ausgangspunkt sein, auch wenn es mit einem Anteil von nur etwa 0,15% am Gesamthaushalt kaum als ambitioniert bezeichnet werden kann. Eher mickrig wirken die geplanten Ausgaben allerdings im Vergleich zu den USA, wo die öffentlichen Ausgaben für die KI-Forschung allein im zivilen Bereich im Jahr 2020 USD 1 Mrd. erreichen sollen, und gegenüber China, wo die KI-FuE-Ausgaben laut CSET im Jahr 2018 auf USD 1,7 bis 5,7



Vorsicht, zerbrechlich!

Mrd. geschätzt werden.⁴ Darüber hinaus wurde der deutsche KI-Haushalt dieses Jahr vor dem Hintergrund einer Verschlechterung der öffentlichen Finanzlage auf insgesamt nur noch EUR 1 Mrd. bis 2023 zusammengestrichen.

Die beiden Beispiele veranschaulichen einen Umgang mit den technologischen Herausforderungen der letzten Jahre, der in Deutschland mittlerweile System hat: eine Politik der großen Worte, gefolgt von kleinen Taten.

Der spürbare Druck der digitalen Transformation auf die deutsche Wirtschaft scheint noch zu schwach zu sein, um eine ernsthafte Überarbeitung dieser Haltung zu erzwingen. Die Risiken einer zu langsamen oder zu zögerlichen Antwort können jedoch nicht länger ignoriert werden, insbesondere mit Blick auf die Branchen, in denen Deutschland noch gut positioniert ist (Robotik und Automatisierung, Industrie 4.0, vernetzte Mobilität etc.). Der Irrglaube, dass später noch ausreichend Zeit bleibt, um aktuelle Handlungsdefizite und Politik der Verzögerung zu kompensieren, ist gefährlich.

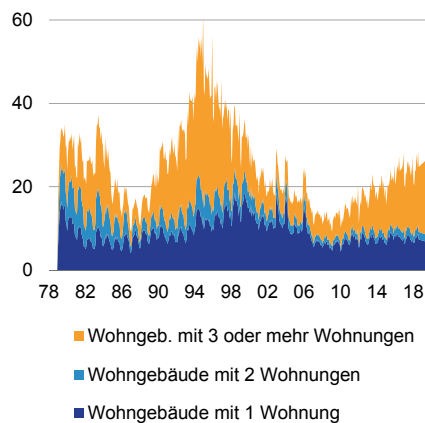
Kevin Körner (+49 69 910-31718, kevin.koerner@db.com)

Wohnungsmarkt: Kein Ende des Booms ...

Monatliche Baugenehmigungen

48

Tausend Wohnungen



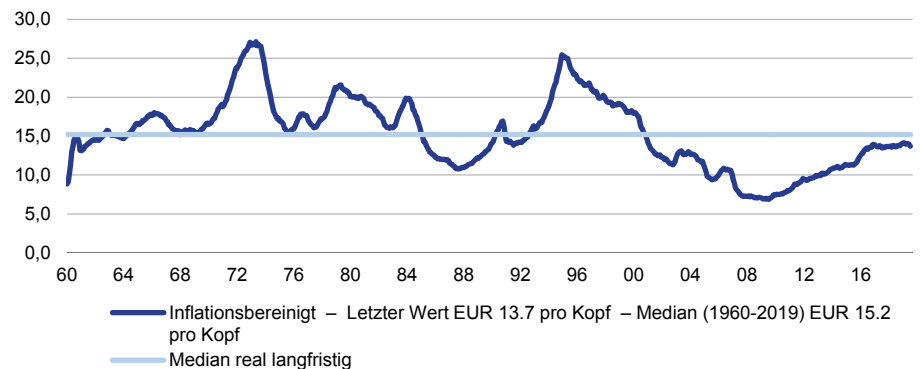
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die fundamentale Situation im Immobilienmarkt wird sich im Jahr 2020 kaum verändern. Getragen von der robusten Einkommensentwicklung und der guten Arbeitsmarktlage besteht weiterhin eine hohe Nachfrage nach Wohnungen. Zudem erwarten wir, trotz schwächerer Zahlen während der Sommermonate, in den kommenden Jahren nur eine langsam sinkende Zuwanderung. Gleichzeitig bleibt das Angebot an neuen Immobilien, angesichts des Fachkräftemangels in der gesamten Baubranche und vieler weiterer regulatorischer und politischer Hindernisse, wohl über Jahre hinaus limitiert. Auch die zunehmenden politischen Eingriffe in den Wohnungsmarkt verhindern eine kräftige Angebotsausweitung. So stagnieren die Genehmigungszahlen im Jahr 2019 und für Wohngebäude mit drei oder mehr Wohnungen schrumpfen sie sogar. Zudem gibt es einige anekdotische Evidenz für einen Rückgang der Entwicklertätigkeit in den Metropol- und auch einigen Großstädten. Insbesondere in den einwohnerstarken Städten dürfte die Zahl der Genehmigungen nach den Rückgängen in den Vorjahren im Jahr 2019 weiter – womöglich sogar deutlich – geschrumpft sein.

Monatliche Genehmigungen (geschätzte Baukosten)

49

Inflationsbereinigt, EUR pro Kopf



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

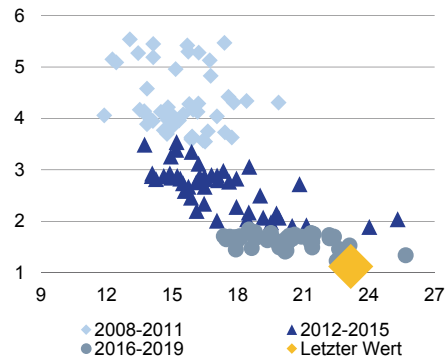
⁴ <https://cset.georgetown.edu/wp-content/uploads/Chinese-Public-AI-RD-Spending-Provisional-Findings-2.pdf>



Vorsicht, zerbrechlich!

Neue Hypothekenkredite 50

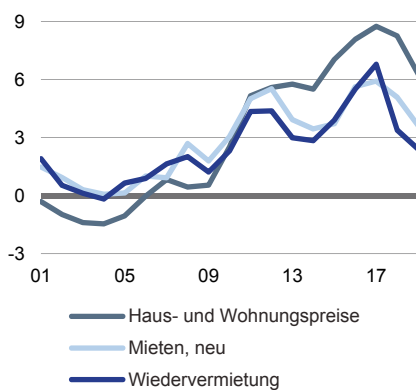
y-Achse: Hypothekenzinsen in %
x-Achse: EUR Mrd. pro Monat



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research, EZB

Deutsche Wohnimmobilien:
Preise und Mieten 51

% gg. Vj.



Quellen: riwis, Deutsche Bank Research

... trotz oder gerade wegen der Regulierungswelle

Zu diesen Entwicklungen hat insbesondere die „sozialistische“ Wohnungspolitik der Stadt Berlin mit der Ankündigung eines Mietendeckels für fünf Jahre ab 1. Januar 2020 beigetragen. Auch im Jahr 2020 dürfte die Immobilienbranche mit Argusaugen auf die Stadt Berlin schauen. So könnte vermutlich in der zweiten Jahreshälfte das Urteil zur avisierten Normenkontrollklage gegen den Mietendeckel ergehen. Die Juristen sind sich uneins über das zu erwartende Urteil. Es könnte also sowohl über die Zulässigkeit, den Anpassungsbedarf als auch die Nichtigkeit des Gesetzes geurteilt werden. Ebenfalls in der zweiten Jahreshälfte könnte zudem das Berliner Volksbegehren zur „Enteignung von Immobilienunternehmen mit mehr als 3.000 Wohnungen“ anberaumt werden.

Das Volksbegehren hat keine bindende gesetzliche Wirkung. Jedoch würde eine Annahme des Volksbegehrens den politischen Druck erhöhen, insbesondere im Hinblick auf die Berliner Senatswahl im Herbst des Jahres 2021. Ausgelöst von den Berliner Initiativen gibt es auch in anderen Teilen Deutschlands Tendenzen zu weitergehenden Markteingriffen. Entsprechend hoch ist die Verunsicherung unter Investoren und in der gesamten Baubranche in Bezug auf Deutschland insgesamt. Somit wird die bestehende Wohnungsnot manifestiert oder sogar verschärft. Es wäre wünschenswert, wenn mit dem gleichen Nachdruck, mit dem sozialistische Maßnahmen gefordert werden, auch der Neubau forciert würde. Denn nur Leerstände garantieren eine Marktnormalisierung, die einer weiteren Spaltung unserer Gesellschaft entgegenwirkt. Zudem sind Leerstände der beste Schutz vor einer Hauspreisblase und vor makroprudenziellen Risiken.

Kreditzyklus ist angesprungen: Plus 10% gegenüber Vorjahr

Ökonomisch wirkt die Wohnungspolitik dabei umso ambivalenter, je höher das Kreditwachstum ist. Im Jahr 2019 wächst das Hypothekenkreditbuch aller Banken zum ersten Mal seit dem Jahr 2009 mit einer zweistelligen Rate. Dieses rasante Kreditwachstum hat im Jahr 2019 die Wohnungspreise kräftig angekurbelt. Da die Nullzinspolitik der EZB vermutlich noch einige Jahre fortgesetzt wird, dürfte der Wohnungsmarkt im Jahr 2020 erneut kreditgetriebene Preisimpulse erfahren. In den Folgejahren droht dann bei anhaltend hoher Kreditdynamik zunehmend eine Hauspreisblase. Damit erhöht sich das Risiko regulatorischer Eingriffe von Seiten des Ausschuss für Finanzstabilität (AFS). Dieser hat mit der Aktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers im Frühjahr 2019 bisher lediglich Minimalforderungen erhoben und eher Symbolpolitik betrieben. Die hohe aktuelle Kreditdynamik dürfte den politischen Druck erhöhen, weitere Maßnahmen zu ergreifen. Jeglicher verschärfter Eingriff – wie die Deckelung des Beleihungswerts oder weitere Eigenkapitalvorschriften – limitiert die Kreditvergabe insgesamt. Die makroprudenziellen Maßnahmen wirken damit genauso ambivalent wie die sozialistische Wohnungspolitik. Sie wirken negativ auf die Neubauproduktion und manifestieren somit den vorhandenen Angebotsengpass am Wohnungsmarkt. Dem AFS stehen auch nicht die Informationen zur Verfügung, um den Wohnungsmarkt zielgerichtet zu regulieren. In Deutschland gibt es keine Erhebung, inwieweit Hypothekenkredite zur Finanzierung des Neubaus oder zu Käufen bestehender Einheiten dienen. An dieser Datenlage wird auch eine der umfangreichsten Statistikerhebungen, die AnaCredit-Statistik, an der die europäischen Zentralbanken seit Jahren arbeiten und deren erste Veröffentlichung für das Jahresende 2020 geplant ist, nichts ändern. Der Leverage der Banken bei der Immobilienfinanzierung hat sich in den letzten Jahre bereits erhöht (siehe Finanzstabilitätsbericht). Nunmehr könnte die zunehmende Verschuldung der Haushalte zunächst die Hauspreise weiter nach oben treiben. Das Risiko von kräftigen Preisrückschlägen – vermutlich erst in vielen Jahren – nimmt dann zu und erhöht die Gefahr von negativem Eigenkapital.



2019 Hauspreise mit kräftigem Plus, auch Mieten steigen

Aufgrund des knappen Angebots an Wohnungen stiegen die Preise auch im Jahr 2019. Laut bulwiengesa (126 Städte) legten die Haus- und die Wohnungspreise im Durchschnitt um 6,3% zu. Wie schon in den letzten Jahren war die Preisdynamik in den Metropolregionen und Großstädten am höchsten. Aber auch in den kleineren Städten waren vielfach deutliche Preissteigerungen zu verzeichnen und in lediglich 3 der 126 Städte gaben die Preise nach. Der Preisboom spiegelt sich auch in der Mietdynamik wider. Im Jahr 2019 erhöhten sich die Neuvermietungen um rund 3 ½% und die Wiedervermietungen um 2 ½%. Die Dynamik im Mietwachstum ging also erneut zurück. Hier schlägt sich offenbar die Unsicherheit über das regulatorische Umfeld nieder. Für das Jahr 2020 erwarten wir eine Fortsetzung des Zyklus und nur eine etwas geringere Preis- und Mietdynamik.

Bauinvestitionen: Gedämpfter Wohnbau, ...

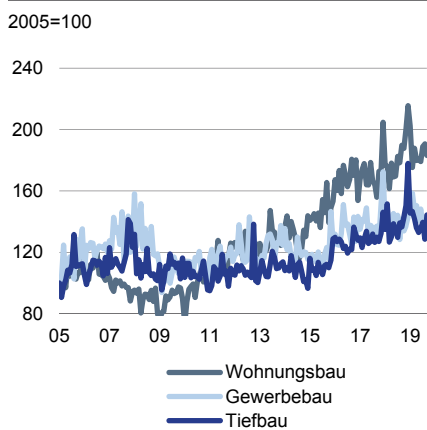
Der regulatorische Gegenwind hat den gesamten Bausektor verunsichert, was sich auch im Verlauf des ifo Indexes für das Bauhauptgewerbe niederschlägt.

So ist die aktuelle Geschäftslage zwar weiterhin nahe des Allzeithochs vom Herbst 2018, die Erwartungen über die nächsten 6 Monate sind aber rückläufig und stehen aktuell auf neutral. Da die Baubranche über den gesamten Zyklus seit dem Jahr 2009 die tatsächliche Geschäftslage klar unterschätzte, interpretieren wir diesen Indexverlauf als eine Fortsetzung des eher verhaltenen Investitionswachstums der vergangenen Jahre für den Bausektor insgesamt. Für den Wohnungsbau erwarten wir dagegen, auch aufgrund des gedämpften Auftrags- eingangs im Jahr 2019, eine Wachstumsverlangsamung. Nach 4% gegenüber Vorjahr im Jahr 2019, erwarten wir einen leichten Rückgang auf unter 3% im Jahr 2020. Diese Wachstumsverlangsamung wird auch von den Baugenehmigungen angezeigt. Entsprechend dürfte die Zahl der fertiggestellten Wohnungen im Jahr 2019 und auch in den Folgejahren unter oder nahe 300.000 liegen und damit deutlich unter der jährlichen Nachfrage. Das knappe Angebot dürfte also über einige Jahre das prägende Merkmal im Wohnungsmarkt bleiben. Entsprechend halten wir an unserer Formulierung der letzten Jahre fest, „dass der Zyklus mindestens bis zum Jahr 2022 andauert.“ Allerdings ist über den Sommer 2019 die Nettozuwanderung auf den niedrigsten Wert seit dem Jahr 2010 gefallen. Bisher halten wir dies für ein temporäres Phänomen aufgrund der schwächeren Nachfrage nach Arbeitskräften in der Industrie. Hält diese Entwicklung jedoch an, könnte dies ein früheres Zyklusende einläuten.

... während Engpässe im Büromarkt den Gewerbebau beleben dürften

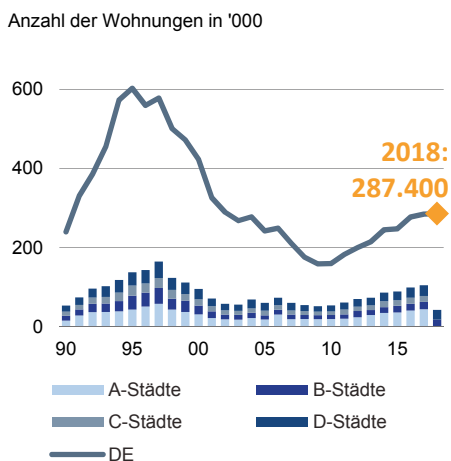
Die regulatorische Unsicherheit insbesondere im Wohnungsbau dürfte aufgrund von Ausweichreaktionen dagegen die Investitionen im Gewerbebau ankurbeln. Der Auftragseingang hat im Jahr 2019 wieder kräftig zugenommen. Zudem dürften der weitere Beschäftigungsaufbau im Dienstleistungssektor und die in einigen Städten sehr niedrigen Leerstände im Büromarkt zu einer regen Neubauaktivität führen. So erwarten wir nach einem Wachstum der Investitionen im Gewerbebau von rund 2 ½% im Jahr 2019 einen Anstieg auf 3 ½% im Jahr 2020. Der Tiefbau spiegelt die Investitionshemmnisse im öffentlichen Sektor wider. Zwar war im Jahr 2019 ein kräftiges jährliches Wachstum von rund 6% zu verzeichnen, Kapazitätsengpässe und ein sogar rückläufiger Auftragseingang im Jahr 2019 sowohl im Tiefbau insgesamt und als auch im Straßenbau dürften hier aber zu einer Wachstumsverlangsamung beitragen. Wir erwarten ein Wachstum von rund 5% im Jahr 2020. Insgesamt erhöhen sich die Bauinvestitionen im Jahr 2020 dann um etwas mehr als 3%, nach rund 4% im Jahr 2019.

2005-2019 Auftragseingang 52



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

1990-2018 Baufertigstellungen 53



Quellen: riwis, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

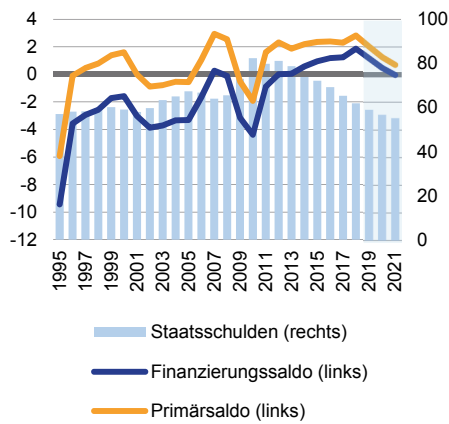


Vorsicht, zerbrechlich!

Fiskalausblick 2020/21: Überschüsse werden vollständig aufgebraucht, aber Schuldenquote setzt Abwärtsfad fort

54

% BIP (Gesamtstaat) (VGR)

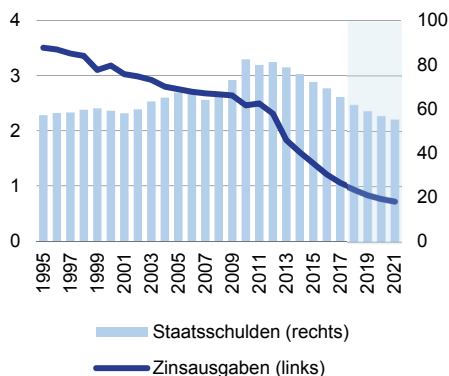


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Eurostat, Deutsche Bank Research

Die Zinsausgaben des Staates dürften 2020/21 weiter zurückgehen

55

% BIP (Gesamtstaat) (VGR)

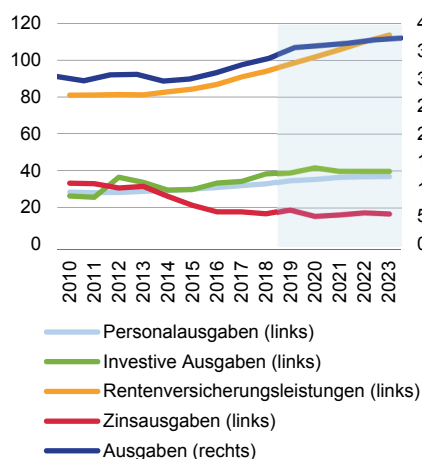


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Eurostat, Deutsche Bank Research

Ausblick für den Bundeshaushalt auf Basis des Finanzplans bis 2023

56

EUR Mrd. (Finanzstatistik)



Quelle: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Da die aktuell diskutierten politischen wie regulatorischen Maßnahmen die Angebotsknappheit nicht beseitigen, sondern, wie beschrieben, potenziell noch verschärfen, wird es vermutlich nicht gelingen, den Hauspreiszyklus zu beenden. Unabhängig von dem zu erwartenden Urteil der Normenkontrollklage gegen den Mietendeckel sehen wir die regulatorische Unsicherheit im Wohnbau im Jahr 2021 abklingen. Die Wohnbauinvestitionen als auch die gesamten Investitionen sehen wir – obwohl extreme Szenarien wahrscheinlicher geworden sind – im Basisszenario dann wieder bei über 4%.

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

Staatsüberschuss löst sich 2021 in Luft auf – die öffentlichen Investitionen steigen stark an, treffen aber auf Angebotsengpässe

Der Gesamtstaat wird 2019 zwar mit einem niedrigeren, aber noch immer sehr hohen Haushaltsplus abschließen

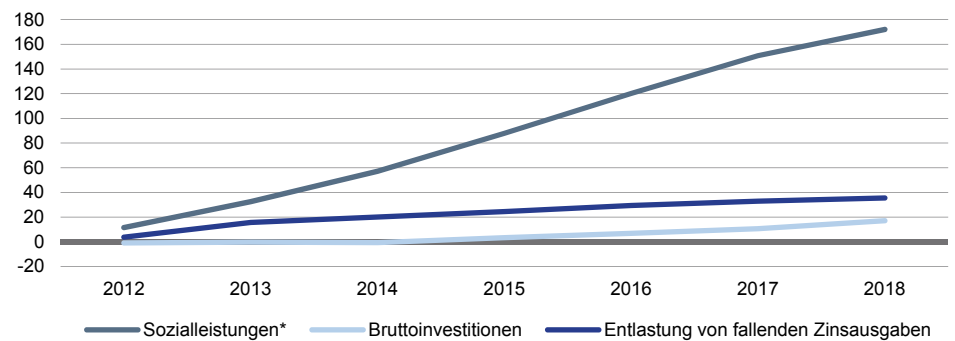
Trotz des zyklischen Gegenwindes in der deutschen Volkswirtschaft und des nach wie vor expansiven Kurses in der Finanzpolitik wird der Staatssektor (konsolidiert) – bestehend aus Bund, Ländern, Gemeinden und Sozialversicherungsträgern (Renten, Kranken-, Arbeitslosen- und Pflegeversicherung) einen beträchtlichen Finanzierungsüberschuss ausweisen, der womöglich mehr als EUR 40 Mrd. betragen könnte (ca. 1,2% des BIP). Nichtsdestotrotz dürfte der Haushaltsüberschuss damit bereits 2019 deutlich niedriger als im letzten Jahr ausfallen, als er noch ein Rekordniveau seit der deutschen Wiedervereinigung von rund EUR 62 Mrd. (1,9% des BIP) erreicht hatte (siehe Grafik 54).

Steigende Sozialausgaben belasten die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen

Die Sozialausgaben ziehen den Bruttoinvestitionen davon

57

Veränderung gg. 2011 in EUR Mrd., Gesamtstaat (VGR-Daten)



* Monteäre Sozialleistungen und soziale Sachleistungen

Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

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; siehe Grafik 61). 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

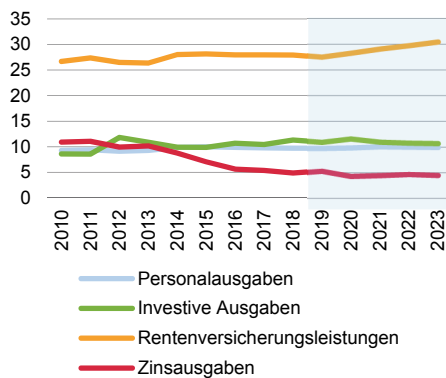


Vorsicht, zerbrechlich!

Ausblick des Bundeshaushalts auf Basis des Finanzplans bis 2023

58

% Gesamtausgaben (Finanzstatistik)

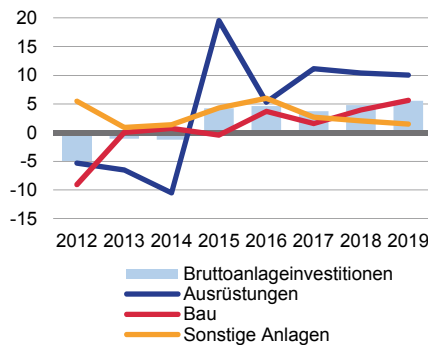


Quelle: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Die öffentlichen Investitionen steigen kräftig

59

Staatliche Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj. (real; in Preisen von 2015)



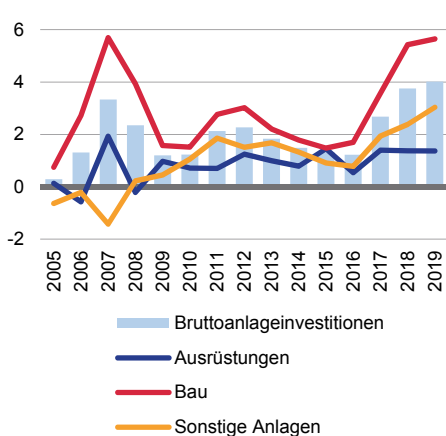
2019: Q3 2019 gg. Q3 2018 auf Basis rollierender Jahressummen

Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Preise für öffentliche Bauinvestitionen steigen kräftig

60

Staatliche Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj. (implizite Deflatoren)



2019: Q3 2019 gg. Q3 2018 auf Basis rollierender Jahressummen

Quelle: Statistisches Bundesamt

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 (siehe Grafiken 56 und 57).

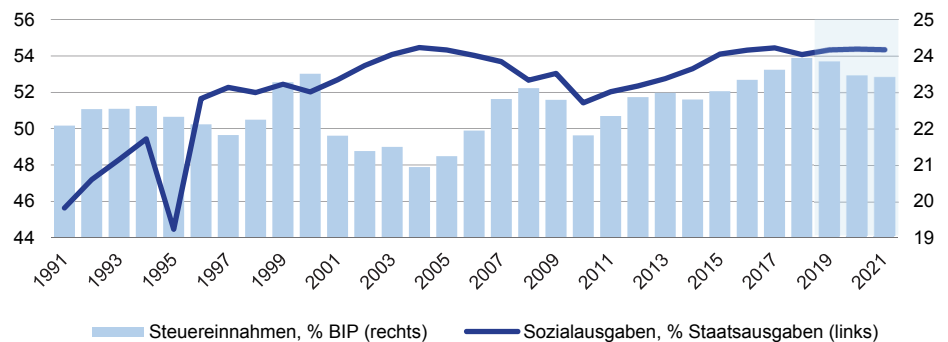
Unter Nachhaltigkeitsgesichtspunkten – und mit Blick auf die Mitte der zwanziger Jahre zunehmenden demografischen Lasten in Deutschland – bleiben insbesondere die kräftige Ausweitung der gesetzlichen Rentenausgaben (z.B. Mütterrente) und die darüber hinaus abgegebenen Rentenversprechen problematisch. Auch wenn von dem zentralen Rentenversprechen der Bundesregierung, der „doppelten Haltelinie“ (Rentenbeitragssatz steigt bis 2025 nicht über 20%, Rentenniveau sinkt nicht unter 48%), zumindest in der laufenden Legislaturperiode noch keine spürbaren Belastungen für den Bundeshaushalt ausgehen wird, dürfte dieses voraussichtlich ab 2025 (dem Ende des gegenwärtigen Rentenkonzepts der Regierung) zu einem erheblichen Anpassungsbedarf führen (wie z.B. der Einkassierung der heutigen Versprechungen einer noch höheren Aufstockung der Bundeszuschüsse zur Rente und/oder einer Anhebung des Renteneintrittsalters). Hinsichtlich der Schwerpunktsetzung in der Finanzpolitik bleibt auch in den nächsten Jahren weitestgehend alles beim Alten.

Die noch gut gefüllten Staatskassen werden nur unzureichend für umfangreichere steuerliche Entlastungen und/oder Senkungen der hohen Sozialversicherungsbeiträge genutzt, um das Wachstumspotenzial zu erhöhen, sondern stattdessen zum überwiegenden Teil in noch höhere Sozialausgaben oder neue teure soziale Wohltaten mit teilweise zweifelhaftem Nutzen gelenkt.

Der Anteil der Sozialausgaben an den Staatsausgaben steigt, Steuerquote bleibt sehr hoch

61

Sozialleistungen* und Steuereinnahmen des Gesamtstaates (VGR-Daten)



* Monetäre Sozialleistungen und soziale Sachleistungen
Prognosen: ifo

Quellen: Destatis, ifo, Deutsche Bank Research

Die Investitionen steigen stark an, treffen aber auf Angebotsengpässe

Obwohl der Staat seine investiven Ausgaben bereits deutlich gesteigert hat, hat dies nicht ausgereicht, die Kritiker einer angeblich zu geringen öffentlichen Investitionstätigkeit in Deutschland zu beruhigen. In den nächsten Jahrzehnten wird die Nachfrage nach Investitionen angesichts der Notwendigkeit, einen großen Teil der physischen Infrastruktur (Schulgebäude, Straßen, Autobahnen) zu erneuern sowie den Ausbau der digitalen Infrastruktur voranzubringen, hoch bleiben.

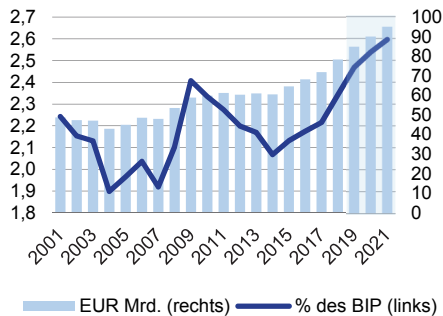


Vorsicht, zerbrechlich!

Die öffentlichen Investitionen sind stark ausgeweitet worden

62

Bruttoinvestitionen (Gesamtstaat) (VGR-Daten)



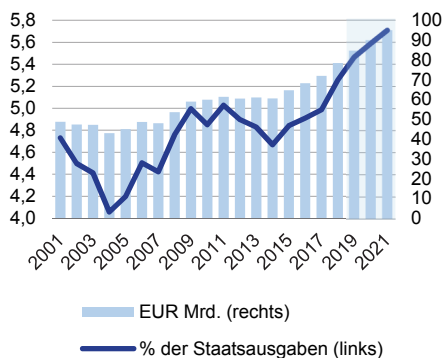
Prognosen: ifo

Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo, Deutsche Bank Research

Der Anteil der öffentlichen Investitionen an den Gesamtausgaben steigt

63

Bruttoinvestitionen (Gesamtstaat) (VGR-Daten)



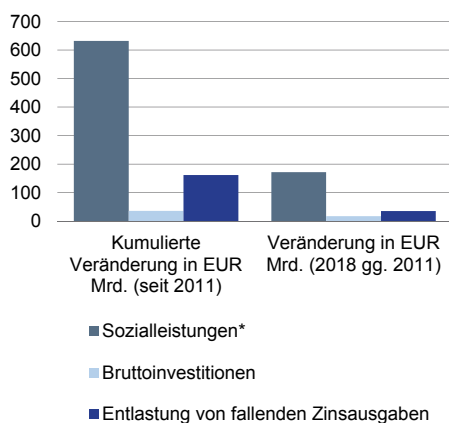
Prognosen: ifo

Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo, Deutsche Bank Research

Sozialleistungen und Bruttoinvestitionen im Kontext niedriger Zinsausgaben

64

Veränderung 2018 vs. 2011, in EUR Mrd. Gesamtstaat (VGR-Daten)



* Monteäre Sozialleistungen und soziale Sachleistungen

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Gegenwärtig stehen einer noch höheren (realen) Investitionstätigkeit keine fehlenden Mittel auf der Finanzierungsseite im Wege. Stattdessen wird die Umsetzung von Investitionsprojekten durch eine Reihe angebotsseitiger Engpässe verzögert. Diese Engpässe resultieren sowohl aus den Kapazitätsengpässen und dem Fachkräftemangel im Bausektor als auch aus fehlenden administrativen (Planungs-) Ressourcen bestimmter staatlicher Ebenen (hauptsächlich den Gemeinden; diese sind für den Großteil der staatlichen Bauinvestitionen zuständig). Klar ist, dass diese Investitionshindernisse nur langsam beseitigt werden können. Laut dem Finanzexperten der CDU, Eckhardt Rehberg, können noch mehr als EUR 20 Mrd., die für öffentliche Investitionsvorhaben eingeplant sind, abgerufen und ausgegeben werden (siehe FAZ vom 8. September 2019). Weiterhin gibt es Anhaltspunkte dafür, dass Bürokratie und Widerstände der Bürger gegen bestimmte Investitionsprojekte (z.B. gegen Windkraftanlagen) eine fristgerechte und effektive Umsetzung der öffentlichen Investitionen zusätzlich erschweren.

Ein Blick auf die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) für das dritte Quartal 2019 zeigt, dass die öffentlichen Investitionen bereits kräftig ansteigen (siehe Grafik 59). Im dritten Quartal 2019 stiegen die öffentlichen Investitionen gegenüber dem dritten Quartal 2018 (auf der Basis rollierender Jahressummen) um sage und schreibe 9,7% nominal (zum Vergleich 2018: 8,7% gegenüber dem Vorjahr). Dabei erhöhten sich die Investitionsausgaben für Ausrüstungen und Maschinen um 11,5% (11,9%), während die Bauinvestitionen um 11,5% (9,6%) zunahmen. Preisbereinigt erhöhten sich die öffentlichen Gesamtinvestitionen um 5,5% (davon: Ausrüstungen und Maschinen mit 10,0% und Bauinvestitionen mit 5,6%). Der außergewöhnlich hohe (Preis-) Deflator – vor allem für die Bauinvestitionen (+5,7%) – ist ein klares Anzeichen für Engpässe auf der Angebotsseite (hohe Kapazitätsauslastung und Fachkräftemangel), die derzeit die größten Hindernisse für noch höhere (reale) Investitionen darstellen (siehe Grafik 60).

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. 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.

Der Staatsüberschuss löst sich schon 2021 in Luft auf, da das Wachstum schwächelt und die Finanzpolitik expansiv ausgerichtet bleibt

Insgesamt bleiben die Bedingungen für die öffentlichen Finanzen in den nächsten beiden Jahren gemischt. Während der Staat weiterhin von immer weiter sinkenden Zinsausgaben profitieren dürfte (aufgrund niedriger oder gar negativer Renditen für Bundesanleihen angesichts der ultra-expansiven Geldpolitik), dürfte sich das Wachstum bei den Staatseinnahmen wegen der Wachstumschwäche verlangsamen. Aufgrund des anhaltend hohen Wachstums bei den Primärausgaben des Staates (Sozialleistungen, Investitionen) und moderaten Steuererleichterungen (z.B. Ausgleich für die kalte Progression, Teilabschaffung



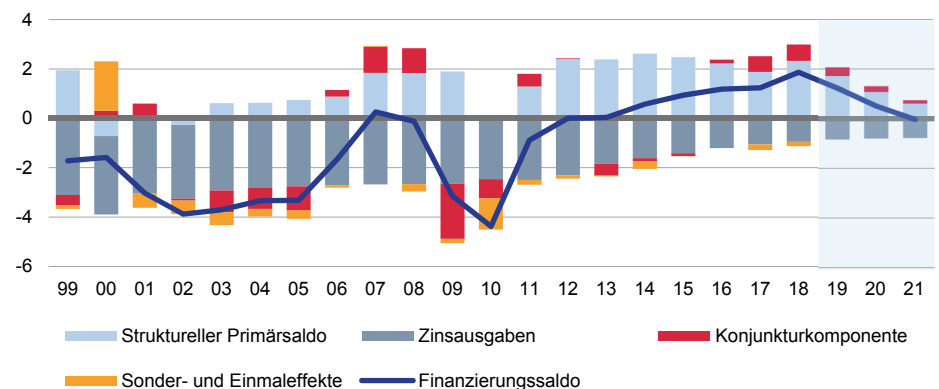
Vorsicht, zerbrechlich!

des Solidaritätszuschlags ab 2021) dürften sich die öffentlichen Haushalte in struktureller Betrachtung rasch verschlechtern. So gehen wir davon aus, dass der strukturelle Primärsaldo des Gesamtstaates sich im nächsten Jahr um 0,6 und 2021 um weitere 0,5 Prozentpunkte vom BIP verschlechtern dürfte (siehe Grafik 65). Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass sich der Haushaltsüberschuss des Staates deutlich abbauen wird, auf nur noch 0,5% vom BIP im nächsten Jahr. 2021 dürfte er ganz abgebaut sein. Trotz dieser Entwicklungen und dank eines negativen Zins-Wachstumsdifferenzials dürfte die gesamtstaatliche Schuldenquote weiter sinken. 2020 dürfte sie unter 60% vom BIP fallen. 2021 könnte sie nur noch 56,9% betragen (siehe Grafiken 54 und 55).

Der derzeit noch große Staatsüberschuss wird sich 2021 in Luft aufgelöst haben

65

% BIP (Gesamtstaat - VGR)



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

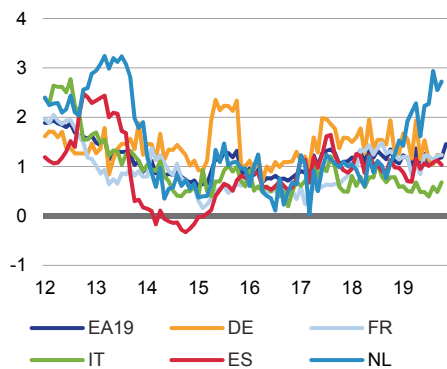
Sebastian Becker (+49 69 910-21548, sebastian-b.becker@db.com)

Wachstumsschwäche und fallende Energiepreise drücken Inflationsrate Richtung 1%

Eurozone: HVPI ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel

66

% gg. Vj.



Quellen: Eurostat, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

Inflationsentwicklung auch 2019 sehr verhalten

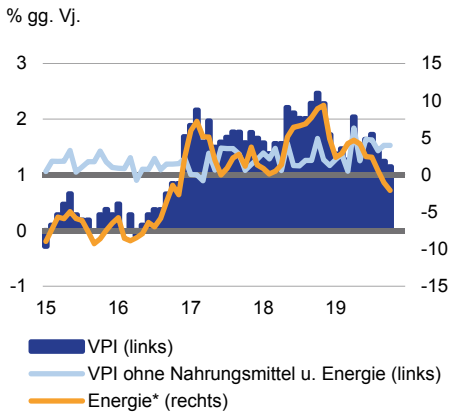
Auch dieses Jahr blieb der Preisauftrieb – gemessen am Verbraucherpreisindex – in den meisten entwickelten Volkswirtschaften gedämpft. In der Eurozone gibt es außerdem zwischen den großen fünf Volkswirtschaften beträchtliche Niveauunterschiede bei der Inflationsrate. Während die Jahresrate des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im November 2019 in Deutschland (1,1%) und Frankreich (1,2%) geringfügig über dem Eurozonen-Durchschnitt (1,0%) lagen, blieb der Preisauftrieb in Italien und Spanien mit 0,4% bzw. 0,5% nach wie vor sehr verhalten. Einzig in den Niederlanden lag die Inflationsrate im November mit 2,6% spürbar über dem EZB-Inflationsziel. Dies lag jedoch im Wesentlichen an der Anfang des Jahres durchgeführten Mehrwertsteuererhöhung. Mit Ausnahme in den Niederlanden blieb die Dynamik bei der Kerninflationsrate in der EWU schwach. In Deutschland und Frankreich lag sie zuletzt bei 1,2%, in Italien und Spanien bei nur 0,7% bzw. 1,0% (siehe Grafik 66).



Vorsicht, zerbrechlich!

Kerninflation bleibt verhalten, Energiepreise zuletzt rückläufig

67

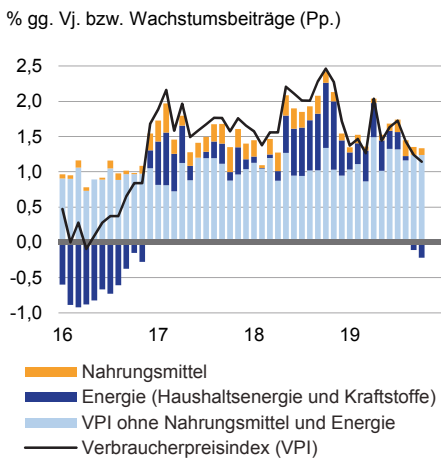


* Haushaltsenergie und Kraftstoffe

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Energiepreise dämpfen Inflation

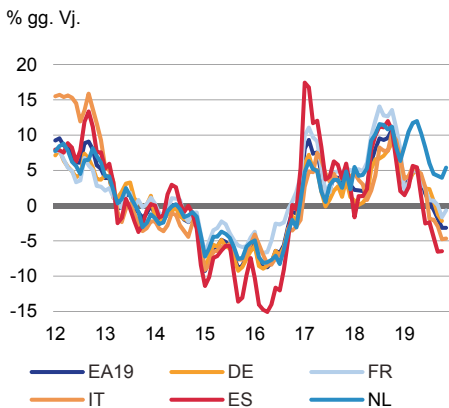
68



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Eurozone: HVPI Energie

70



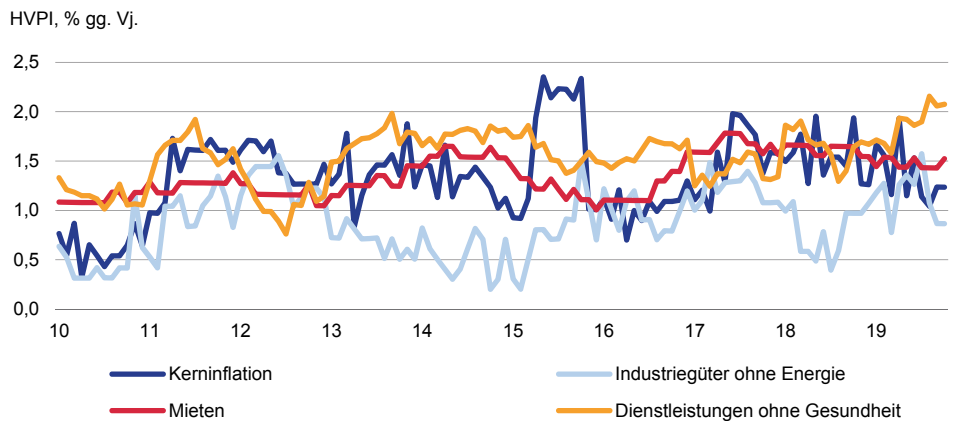
Quellen: Eurostat, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

Dichotomie bei der Kernrate: Güter zeigen nach unten, Dienstleistungen (noch) aufwärtsgerichtet

Bei der deutschen Kerninflation, d.h. der Verbraucherpreisentwicklung ohne schwankungsanfällige Energie- und Nahrungsmittelpreise, gab es auch dieses Jahr – trotz der noch immer relativ guten Arbeitsmarktentwicklung und der nach wie vor brummenden Binnen-/Dienstleistungskonjunktur im Aggregat kaum Bewegung nach oben (siehe Grafik 67). Bei einer näheren Betrachtung der Kerninflation zeigt sich, dass sich die Raten für Güter (Industriegüter ohne Energie) und Dienstleistungen (ohne Gesundheit) zuletzt voneinander entkoppelt haben. Während die Kernrate für Dienstleistungen weiter anzog (auf nunmehr über 2%, auf Grundlage des HVPI), ging sie für Industriegüter spürbar zurück (auf jetzt unter 1%) (siehe Grafik 69). Diese Dichotomie lässt sich gut mit der anhaltenden Zweiteilung der deutschen Volkswirtschaft erklären, in der die Industrie nach wie vor in einer lang anhaltenden Rezession steckt, die dienstleistungsorientierte Binnenkonjunktur jedoch noch relativ gut läuft.

DE: Insgesamt kaum Bewegung bei der Kerninflation, aber Kernrate für Dienstleistungen hat angezogen

69



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Fallende Energiepreise ziehen die Inflationsrate nach unten

Von den Energiepreisen ging zuletzt sogar ein deutlich dämpfender Effekt auf die deutsche Inflationsdynamik aus (siehe Grafik 68), was u.a. auf die gesunkenen Rohölnotierungen zurückgeführt werden kann. In Deutschland lag die Jahresrate für Energie (Haushaltsenergie und Kraftstoffe) nach Definition des nationalen Verbraucherpreisindex (VPI) im Oktober bei -2,1% (nach noch +4,6% im April 2019) (siehe Grafik 67).

Einem Anstieg des Ölpreises dürfte im nächsten Jahr sowohl eine schwache Ölnachfrage (weltweite Industrierezession, gebremste Investitionsbereitschaft, nachlassender Welthandel) als auch ein strukturelles Überangebot entgegenstehen. Unserer Einschätzung nach dürfte der Ölpreis (Brent) von rund USD 65 je Fass in diesem Jahr auf jahresdurchschnittlich USD 54 im Jahr 2020 fallen.

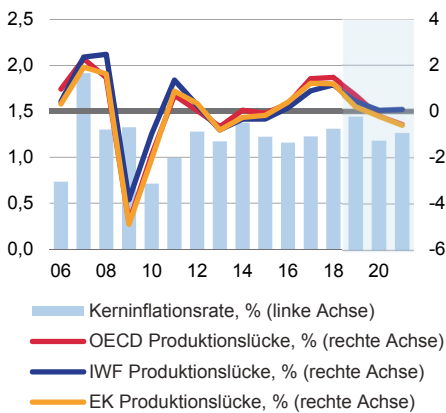
Zusammen mit einem leicht stärkeren Eurokurs könnte sich der Ölpreis in Euro-Rechnung – die relevante Größe für die Energiekomponente der deutschen Inflationsrate – von knapp EUR 57 je Fass auf nur noch EUR 47 ermäßigen. Für 2021 unterstellen wir einen wieder anziehenden Ölpreis auf rund USD 62 pro Jahr, der aufgrund der erwarteten Euro-Aufwertung in heimischer Währung gerechnet jedoch deutlich gedämpfter ausfallen dürfte.



Vorsicht, zerbrechlich!

Rückläufige Kapazitätsauslastung nimmt Druck von Kerninflation

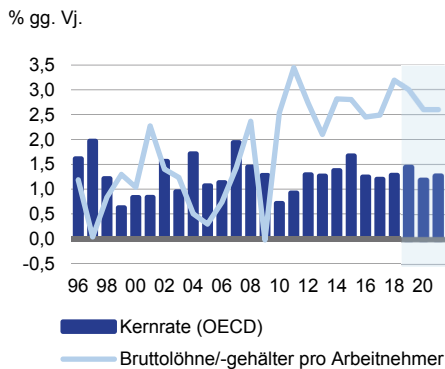
71



Quellen: OECD, IMF, EC, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Kerninflationsrate vs. Arbeitnehmerentgelte (brutto)

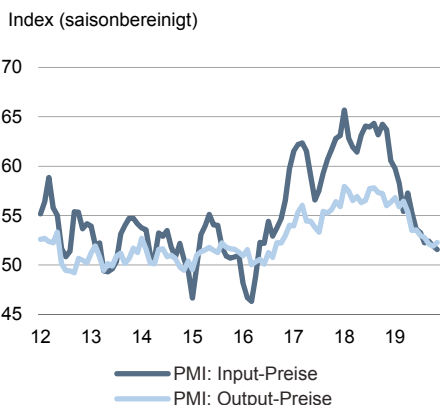
72



Quellen: OECD, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

PMIs deuten auf einen schwächeren Preisdruck hin

73



Quellen: IHS Markit, Deutsche Bank Research

Kerninflation erreicht 2019 ihren vorläufigen Höhepunkt

Aufgrund der strukturellen Schwierigkeiten und rezessiven Entwicklungen in Deutschlands exportgetriebenen Schlüsselindustrien (Automobilwirtschaft, Maschinenbau, Chemie) und der bestehenden konjunkturellen Unsicherheiten gehen wir davon aus, dass der Anstieg der Arbeitnehmerentgelte je Beschäftigten – ein wichtiger Vorlaufindikator für die Kerninflationsrate – 2020/21 deutlich niedriger ausfallen dürfte als in diesem Jahr. So erwarten wir, dass sich das Lohnwachstum auf rund 2,5% pro Jahr abschwächen wird, nach erwarteten 3,2% 2019 (z. Vgl. 2017/18: jeweils 2,5%) (siehe Grafik 72). Außerdem dürfte der Grad der Kapazitätsauslastung in der deutschen Industrie weiter rückläufig sein und sich die (positive) gesamtwirtschaftliche Produktionslücke weiter abbauen oder sogar negativ werden (siehe Grafik 71).

Die bisher starke (dienstleistungsorientierte) Binnenkonjunktur dürfte sich mit zunehmender Dauer der Industrierezession abschwächen, was wiederum – wenn auch mit einer gewissen Verzögerung – Auswirkungen auf die Kernrate für Dienstleistungen haben dürfte. Die Kernrate für Industriegüter dürfte so lange gedämpft bleiben bis die Industrie wieder auf einen nachhaltigen Wachstumspfad einschwenkt. Vor diesem Hintergrund dürfte unserer Einschätzung nach die deutsche Kerninflationsrate 2019 mit 1,4% ihren Höhepunkt erreichen und 2020 auf nur noch 1,2% (im Jahresmittel) zurückgehen. 2021 könnte sie wieder geringfügig auf 1,3% anziehen.

Headline-Inflationsrate 2020 bei nur noch 1%

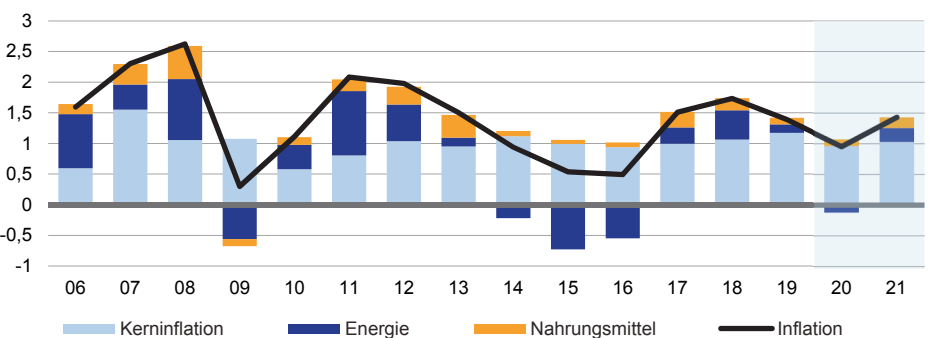
Die Headline-Inflationsrate hatte bereits 2018 mit 1,7% ihren Höhepunkt erreicht (siehe Grafik 74). Dieses Jahr dürfte sie sich voraussichtlich auf rund 1,4% abgeschwächt haben. Aufgrund der erwarteten rückläufigen Kerninflationsrate und der negativen Energiepreisentwicklung dürfte sie 2020 weiter spürbar zurückgehen, auf nur noch 1,0% (VPI) bzw. 1,2% (HVPI). Allein der Wachstumsbeitrag der Energiepreise dürfte im nächsten Jahr die nationale Headline-Inflationsrate um etwa ein Zehntel Prozentpunkt dämpfen (siehe Grafik 74). 2021 könnte der VPI angesichts der leichten Beschleunigung bei der Kerninflation und einem Anstieg bei den Energiepreisen auf etwa 1,4% erhöhen (z. Vgl. HVPI: 1,3%).

Alles in allem bleibt die Preisentwicklung auch in den nächsten beiden Jahre gedämpft. Selbst die Preise für Mieten bleiben ungeachtet des Häusermarktbooms und des zunehmenden Wohnraummangels unter Kontrolle (Oktober 2019: +1,4% gg. Vj. nach VPI und +1,5% nach HVPI) (siehe Grafik 69).

Inflationsausblick 2019/20

74

Wachstumsbeiträge zur jahresdurchschnittlichen Inflationsrate, Prozentpunkte



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research



Vorsicht, zerbrechlich!

Aktuelle Frühindikatoren, wie z.B. die Unterkomponenten der Einkaufsmanagerbefragung zu den Input- und Output-Preisen, zeigen einen stark rückläufigen Preisdruck und mit Werten von knapp über 50 Indexpunkten (Grenze für höhere / niedrigere Preise) nur noch leicht steigende Preise an (siehe Grafik 73).

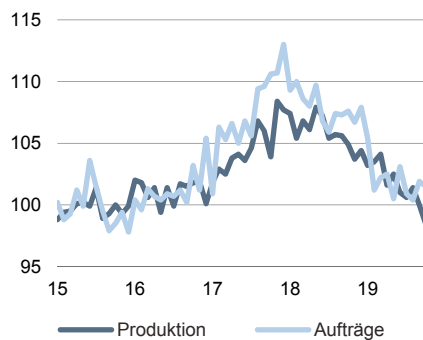
Sebastian Becker (+49 69 910-21548, sebastian-b.becker@db.com)

Deutsche Industrie: 2020 bleibt schwach – Risiko einer strukturellen Schwäche nimmt zu

Industrierezession noch nicht beendet

75

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland dürfte 2019 um real etwa 4% gesunken sein. Dies war der erste Fertigungsrückgang seit 2013 und der kräftigste seit 2009, als die deutsche Industrieproduktion im Zuge der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise um mehr als 17% einbrach. Die Rezession im Verarbeitenden Gewerbe setzte bereits im 3. Quartal 2018 ein und hält bis zum Jahresende 2019 an. Selbst 2008/09 sank die deutsche Industrieproduktion nur vier Quartale in Folge (plus ein Quartal Stagnation).

Für die ungewöhnlich lang anhaltende Industrierezession sind mehrere Faktoren maßgeblich, von denen einige auch 2020 noch nicht vollständig ausgeräumt sein werden. Zu nennen ist der schwache globale Güterhandel, der im Durchschnitt von 2019 sogar leicht rückläufig war und auch im kommenden Jahr mit real 2,5% nur moderat wachsen dürfte. Die anhaltenden Handelskonflikte, vor allem zwischen den USA und China, hinterlassen schon seit längerer Zeit ihre Bremsspuren. Der massive Anstieg der Unsicherheit wirkt sich dämpfend auf die globale Investitionsneigung aus.

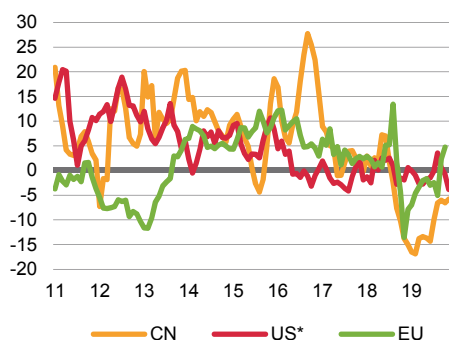
Neben dem Handelsstreit zwischen den USA und China sind die seit Monaten angedrohten US-Zölle auf Automobilimporte aus der EU ebenfalls noch nicht vom Tisch. Zwar verstrich hier Mitte November 2019 eine Frist, ohne dass die US-Regierung Stellung bezogen hat. Das bedeutet aber nicht das endgültige Aus.

Die deutsche Industrie mit ihrem Fokus auf den Export von Investitionsgütern bekommt die Schwäche des Welthandels sowie die Zurückhaltung bei Investitionen in Maschinen und Anlagen besonders stark zu spüren.

Relativ schwache Autonachfrage in allen drei großen Märkten

76

Pkw-Neuzulassungen bzw. Pkw-Absatz, % yoy, gleitender 3-Monatsdurchschnitt



* Light vehicles

Quellen: ACEA, BEA, CAAM

Konjunkturelle und strukturelle Probleme in der Automobilindustrie lasten auf Ergebnis der gesamten Industrie

Die schwache Automobilkonjunktur war ein weiterer Belastungsfaktor für die deutsche Industrieproduktion. Die Automobilindustrie ist gemessen an Umsatz und Bruttowertschöpfung die größte deutsche Industriebranche (Wertschöpfungsanteil am gesamten Verarbeitenden Gewerbe 2017: knapp 21%). Sie ist zudem häufig der wichtigste inländische Auftraggeber für andere industrielle Wirtschaftszweige. Die Automobilindustrie sah und sieht sich mit einer Reihe von Herausforderungen konfrontiert, die die inländische Produktionstätigkeit 2019 beeinflusst haben und die zum Teil auch 2020 zu spüren sein werden.

- Bereits Ende 2018 wirbelte die Umstellung auf den neuen Abgastest WLTP den Sektor durcheinander. Weil manche Autos temporär nicht lieferbar waren, sanken Pkw-Neuzulassungen und inländische Produktion zum Jahresende hin recht kräftig. Die negativen WLTP-Effekte waren bis ins Jahr 2019 hinein spürbar.
- Während die WLTP-Effekte im Laufe von 2019 allmählich abflauten, rückte immer mehr die Nachfrageschwäche in den Fokus, die (aus unterschiedlichen Gründen) bis heute alle drei großen Automärkte betrifft. Gerade in

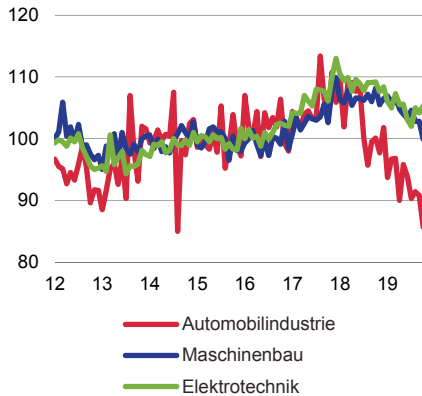


Vorsicht, zerbrechlich!

Besonders starke Produktionsrückgänge in der Automobilindustrie

77

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2015=100

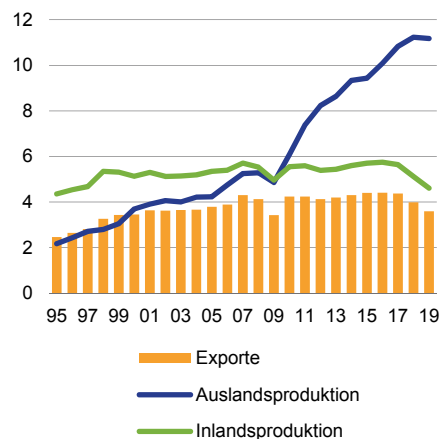


Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutsche Automobilindustrie wird internationaler

78

Pkw-Produktion deutscher OEMs und Pkw-Exporte aus Deutschland, Mio.



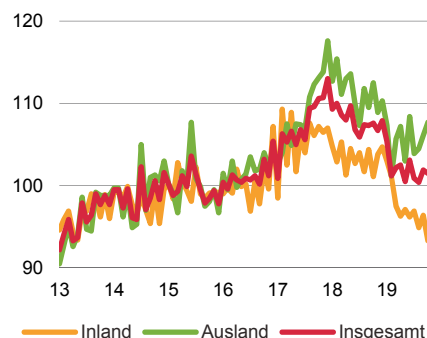
2019: Prognose

Quelle: VDA

Zuletzt divergierende Entwicklung

79

Verarbeitendes Gewerbe in DE, Auftragseingang, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

China sank der Autoabsatz 2019 sehr viel deutlicher als erwartet. Im Zuge des Handelsstreits zwischen den USA und China kam es zu höheren Importzöllen auf Fahrzeuge aus US-Produktion und zu einer Eintrübung beim Konsumentenvertrauen. Ferner wurde der Autoabsatz in China bis Mitte 2018 durch staatliche Steueranreize befeuert, was zu vorgezogenen Käufen führte, sodass der Pkw-Absatz in China 2019 mit zweistelliger Rate schrumpfte. Insgesamt nahm der globale Pkw-Absatz 2019 zum zweiten Mal in Folge ab. Für 2020 rechnen wir mit einer leichten Erholung der globalen Autokonjunktur, wobei das wirtschaftliche und politische Umfeld im chinesischen Automarkt den größten Unsicherheitsfaktor birgt. Nach der inzwischen fast zweijährigen Schwächephase hat sich ein gewisser Nachholbedarf in China aufgebaut, der 2020 wirksam werden könnte. Dies haben auch unsere lokalen Research-Kollegen in ihrem jüngsten Ausblick für China ausgeführt. Sollte es zu staatlichen Kaufanreizen kommen, könnte der chinesische Automarkt 2020 sogar positiv überraschen. Das würde auch die deutsche Industriekonjunktur stützen, wenngleich ein Großteil der chinesischen Autonnachfrage aus Fabriken vor Ort bedient wird.

- Negativ für die inländische Automobilproduktion war zudem, dass sich einige wichtige Automodelle, die in Deutschland produziert werden, 2019 am Ende ihres Modellzyklus befanden. Üblicherweise sinkt in dieser Phase die Nachfrage nach den entsprechenden Fahrzeugen, weil die Kunden lieber auf die Nachfolger warten. So ist es zu erklären, dass die deutschen Autohersteller ihre Marktanteile in vielen Märkten halten oder ausbauen konnten, obwohl die inländische Produktion stark schrumpfte. Auch die Auslandsproduktion der deutschen Hersteller entwickelte sich recht stabil. Der skizzierte Sondereffekt läuft 2020 aus, weil die Fertigung wichtiger Modelle an deutschen Standorten anläuft, was für positive Impulse sorgen dürfte.
- Schließlich standen 2019 nicht alle Produktionskapazitäten zur Verfügung, weil derzeit manche Fabriken für den Bau von Elektroautos umgerüstet werden. Der Strukturwandel hin zur E-Mobilität gepaart mit der globalen Nachfrageschwäche sind zudem wesentliche Gründe für die Kostensparprogramme vieler deutscher Autohersteller und Zulieferer, die auch 2020 noch wirksam sein werden. Gerade viele Zulieferer agieren bei ihren Produktionsplanungen für die nähere Zukunft vorsichtig.

Auch andere Investitionsgüterbranchen im Minus

In Summe dürfte die Automobilproduktion 2019 um real 10% gesunken sein. Dies war bereits der zweite Rückgang in Folge (2018: -1,7%) sowie der stärkste seit 2009 (-21,7%). Anders als erwartet, lagen die Fertigungszahlen selbst zum Jahresende 2019 im Vorjahresvergleich noch im Minus, obwohl die Vergleichsbasis 2018 durch den WLTP-Effekt bereits gering war. Die globale Nachfrageschwäche sowie die genannten Sonderfaktoren schlugen hier durch und sorgten dafür, dass der Fertigungsrückgang kräftiger ausgefallen ist als in anderen Investitionsgütersektoren wie dem Maschinenbau (2019: real etwa -3%) oder der Elektrotechnik (-4%). Auch in der Chemie- und Metallindustrie dürfte der Produktionsrückgang 2019 in der Größenordnung von real 3 bis 4% gelegen haben. In Summe befanden sich also alle großen Industriebranchen 2019 in einer Rezession. Lediglich das konjunkturunabhängige Ernährungsgewerbe dürfte ein leichtes Produktionsplus erzielt haben.

Talsole in Sicht, aber 2020 nur schleppende Erholung

Bei den Auftragseingängen im Verarbeitenden Gewerbe zeigte sich in den letzten Monaten ein gemischtes Bild. Während sich die Auslandsaufträge im Verlauf

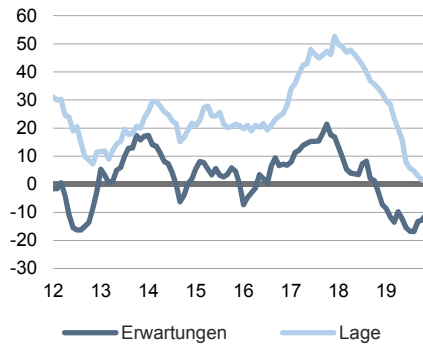


Vorsicht, zerbrechlich!

Schlechtere Stimmung, aber Trendwende bei Geschäftserwartungen

80

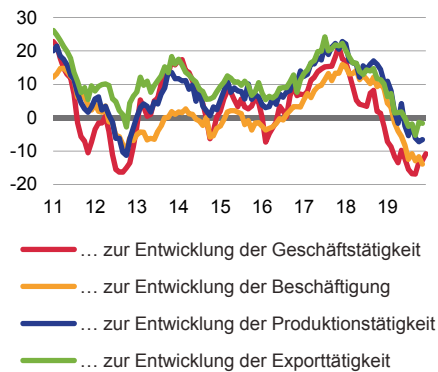
Verarbeitendes Gewerbe, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



Erwartungen im Verarbeitenden Gewerbe noch im negativen Bereich

81

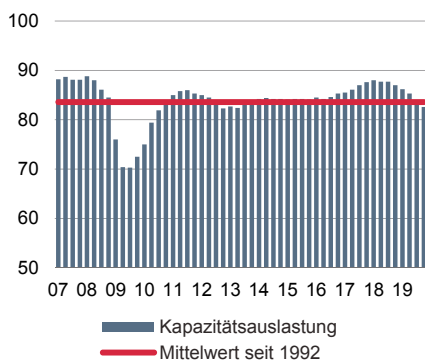
Erwartungen der Unternehmen in DE, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



Kapazitätsauslastung weiter rückläufig

82

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, %



von 2019 stabilisiert haben und in den letzten Monaten sogar anzogen, tendierten die Inlandsbestellungen recht stetig nach unten.

Die Geschäftserwartungen des Verarbeitenden Gewerbes liegen seit Dezember 2018 im negativen Bereich. Allerdings setzt sich der Abwärtstrend am aktuellen Rand nicht weiter fort – auch hier also immerhin keine weitere Verschlechterung. Eine knappe Mehrheit der Industrieunternehmen schätzt ihre aktuelle Lage zwar immer noch positiv ein. Gegenüber den Höchstständen zum Jahreswechsel 2017/18 ist jedoch eine gravierende Verschlechterung zu verzeichnen. Auch die Kapazitätsauslastung hatte zu Beginn des 4. Quartals 2019 ihre Talfahrt noch nicht beendet. Inzwischen liegt die Auslastung knapp unter dem langjährigen Durchschnitt, aber um etwa 12%-Punkte über dem Niveau von Mitte 2009. Insofern ist das aktuelle Auslastungsproblem im historischen Maßstab klein und für die meisten Unternehmen verkraftbar.

In manchen Betrieben mag die konjunkturelle Abkühlung eine willkommene Gelegenheit sein, die betriebsinternen Prozesse zu optimieren, wenn dies wegen guter Auftragslage und der Suche nach Fachkräften in den letzten Jahren zu kurz gekommen war. Zumindest war in der jüngsten DIHK-Konjunkturumfrage der Fachkräftemangel zum ersten Mal seit Herbst 2016 nicht mehr das wichtigste Geschäftsrisiko für die exportierenden Industrieunternehmen. Stattdessen rückten konjunkturelle Faktoren (Inlands- und Auslandsnachfrage), aber auch die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Rangfolge deutlich nach oben.

Abermaliges Produktionsminus 2020

In Summe deuten die genannten Indikatoren darauf hin, dass die konjunkturelle Talsohle in der deutschen Industrie in Sicht ist und zu Jahresbeginn 2020 erreicht sein könnte. Dies gilt unter der vielfach erwähnten Prämisse, dass es zu einer Deeskalation in den verschiedenen Handelskonflikten kommt.

Also alles eitel Sonnenschein für 2020? Mitnichten! Wir haben im Kapitel zu den deutschen Exporten ausgeführt, dass der Welthandel und damit auch die deutschen Warenausfuhren 2020 gegenüber dem schwachen Vorjahr kräftiger wachsen dürften. Aber die Dynamik bleibt begrenzt. Insofern rechnen wir für 2020 lediglich mit einem leicht aufwärts gerichteten Produktionsverlauf. Wegen des kräftigen statistischen Unterhangs zum Jahreswechsel 2019/20 reicht dies nicht aus, um im Gesamtjahr ein Produktionsplus zu erzielen. Wir erwarten, dass die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland 2020 um real 1,5% schrumpfen wird.

In den meisten Investitionsgüterbranchen (Maschinenbau, Elektrotechnik) sowie in vorgelagerten Sektoren (Metallindustrie, Kunststoffe) dürfte die Produktion leicht schrumpfen oder stagnieren. In der Chemieindustrie dürfte sich die Schwächephase fortsetzen, die zunehmend strukturelle Ursachen hat (schrumpfender Kapitalstock in Deutschland). Die Automobilindustrie könnte, nach dem starken Rückgang von 2019, im Jahr 2020 ein leichtes Fertigungsplus erzielen, wenn sich die globale Nachfrageschwäche auflöst (China) und die neuen Modelle, die in Deutschland gefertigt werden, beim Kunden ankommen. Der evolutionäre Wandel hin zur Elektromobilität dürfte aus konjunktureller Sicht noch eine geringe Rolle spielen. Um Strafzahlungen für das Verfehlen von CO₂-Grenzwerten zu vermeiden, dürften die Hersteller aber bestrebt sein, mehr

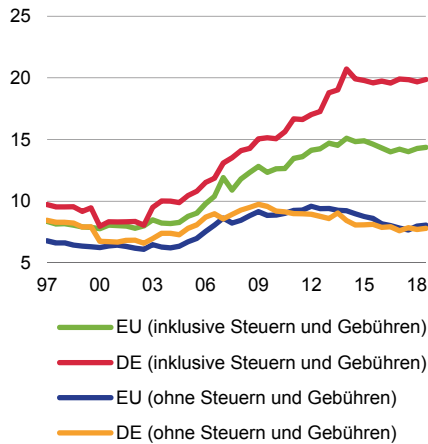


Vorsicht, zerbrechlich!

Steuern und Gebühren sind wichtiger Treiber für Strompreise in Deutschland

83

Strompreise für gewerbliche Kunden*, Cent pro Kilowattstunde



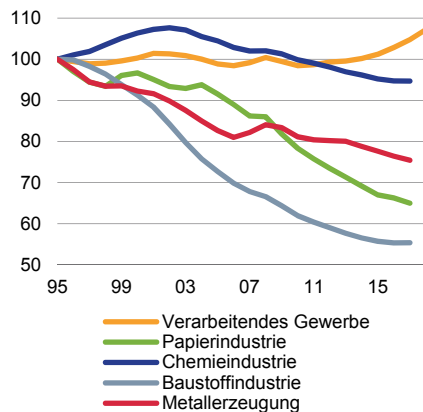
* Jährlicher Stromverbrauch zw. 500 und 2.000 MWh

Source: Eurostat

Reales Nettoanlagevermögen sinkt in energieintensiven Branchen spürbar

84

Reales Nettoanlagevermögen in Deutschland, 1995=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Elektroautos auf den Markt zu bringen und dafür auch Quersubventionen in Kauf nehmen.⁵

Risiken in beide Richtungen

Wir hatten in unseren Konjunkturprognosen der letzten Quartale regelmäßig die wirtschaftlichen und geopolitischen Unsicherheiten als Risikofaktoren für unsere Prognosen erwähnt. Dabei überwogen stets die Abwärtsrisiken. Und eine weitere Eskalation im Handelsstreit zwischen den USA und China bleibt weiterhin das größte Einzelrisiko. Allerdings existieren für unsere Prognose zur deutschen Industrieproduktion auch Aufwärtsrisiken. Eine Einigung in den Handelskonflikten (USA-China sowie USA-EU) könnte die globale Investitionsneigung kurzfristig recht schnell stimulieren, wovon deutsche Unternehmen profitieren würden. Hier dürfte sich ohnehin bereits ein gewisser Nachholbedarf angestaut haben. Das Positivszenario einer stark steigenden Pkw-Nachfrage in China hatten wir bereits erwähnt. Es ist also nicht auszuschließen, dass wir bei unserem Industrieausblick für 2020 etwas zu pessimistisch sind.

Attraktivität des Industriestandorts Deutschland in Gefahr

Unabhängig vom aktuellen Konjunkturzyklus sehen wir die Gefahr, dass die Attraktivität der Industriestandorts Deutschland dauerhaft sinkt. Auf der Kostenseite haben sich einige Standortfaktoren in den letzten Jahren verschlechtert. Die Arbeitskosten sowie die effektiven durchschnittlichen Steuersätze für Kapitalgesellschaften liegen auf internationalem Spitzenniveau. Das gilt auch für die industriellen Strompreise. Für energieintensive Unternehmen wirken die Unsicherheiten über die langfristige Ausrichtung der deutschen und europäischen Klima- und Energiepolitik schon seit Jahren investitionshemmend. Hier sinkt der inländische Kapitalstock fortlaufend.

In der Automobilindustrie besteht die Gefahr, dass Investitionen in Produktionsstandorte künftig noch mehr als bislang im Ausland und weniger im Inland getätigt werden, um steigende Kosten (z.B. Investitionen in alternative Antriebe wegen CO₂-Regulierung, Arbeitskosten) abzufedern. Viele deutsche Hersteller haben z.B. Investitionen in Ungarn, den USA oder Mexiko angekündigt oder mit der Realisierung begonnen; die Kapazitäten in China dürften künftig ebenfalls tendenziell weiter wachsen. Verwandte Sektoren dürften folgen. In den letzten Jahren gingen diese Auslandsinvestitionen der Automobilindustrie nicht zu Lasten des Standorts Deutschland: Hier konnte fast immer ein zufriedenstellendes Produktionsniveau von über 5 Millionen Einheiten erreicht werden. Dabei erzielte die Branche z.B. durch bessere Ausstattung der Fahrzeuge ein beachtliches qualitatives Wachstum. 2019 ist die Branche unter die 5-Millionen-Marke gerutscht und eine Rückkehr ist kein Selbstläufer.

Auf das langfristig stark rückläufige Erwerbspersonenpotenzial in Deutschland mit politischen Entscheidungen wie der Rente mit 63 zu reagieren oder Maßnahmen zurückzunehmen, die den Faktor Arbeit flexibilisieren, ist kontraproduktiv. Diese strukturellen Aspekte, gepaart mit dem wohl auch 2021 nur geringen Wachstum des Welthandels, lassen uns vorsichtig auf die Industrieproduktion im Jahr 2021 schauen. Wir rechnen nicht damit, dass bis dahin die Verluste von 2018/19 wieder ausgeglichen sein werden. Bei vielen der genannten Standortfaktoren ist die Politik gefragt. Es ist zu bedenken, dass das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland der wesentliche Treiber für Innovationen und technischen

⁵ Vgl. Heymann, Eric (2019). E-Mobilität: Ohne Subventionen (noch) in der Nische. Deutsche Bank Research. Deutschland-Monitor. Frankfurt am Main.



Vorsicht, zerbrechlich!

Fortschritt ist. Aber die innovativsten Unternehmen werden nicht konkurrenzfähig sein, wenn wichtige lokale Standortfaktoren im internationalen Wettbewerb nicht mithalten können.

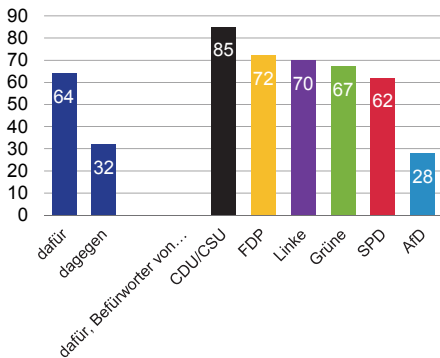
Eric Heymann (+49 69 910-31730, erich.heymann@db.com)

Deutsche Politik: Groko – interne Querelen, aber keine Trennung

Fortsetzung der Groko

85

Umfrage, % der Antworten



Quellen: infratest dimap, DeutschlandTrend Dez 2019

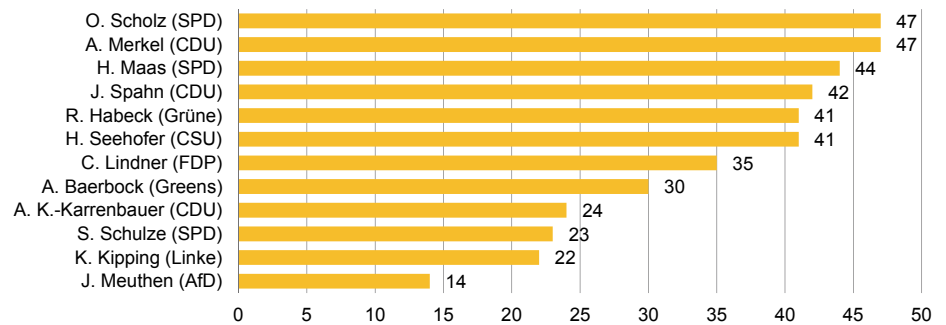
Die deutsche Politik hat im Jahr 2019 über ihre Grenzen hinaus große Aufmerksamkeit erregt – weniger wegen ihrer politischen Entscheidungen als vielmehr im Hinblick auf die Stabilität der Groko. Während wir jedoch das Risiko eines vorzeitigen Auseinanderbrechens der Groko weiterhin für eher gering halten, wird die Politik angesichts der Verschiebungen in der deutschen politischen Landschaft kaum in ruhigere Gewässer gelangen.

Die Bundestagswahl 2021 wirft ihre Schatten voraus. Da die Bundestagswahl im Herbst 2021 bereits ihre Schatten vorauswirft, müssen die Koalitionsparteien die Gratwanderung schaffen, ihr Profil zu schärfen und gleichzeitig konstruktiv zusammenzuarbeiten, um das Mandat der Wähler zu erfüllen – eine breite Mehrheit der Deutschen wünscht sich nach wie vor, dass die Groko ihre Amtszeit planmäßig beendet und lehnt vorzeitige Neuwahlen ab (Deutschlandtrend, ZDF-Politbarometer). Noch wichtiger: Weder CDU noch SPD sind als Partei personell und thematisch so geschlossen aufgestellt wie früher und brauchen daher Zeit, sich auf den Wahlkampf vorzubereiten. Dieses Umfeld wird die bestehenden Kontroversen zwischen den Koalitionspartnern weiter anheizen und im ersten Quartal 2020, wenn eine Einigung über die modifizierten politischen Prioritäten erzielt werden muss, zu politischen Irritationen und entsprechendem Medieninteresse führen.

Popularitätsranking deutscher Politiker

86

"Sind Sie mit der politischen Arbeit von ... sehr zufrieden/zufrieden?"



Quelle: infratest dimap, DeutschlandTrend Dez 2019

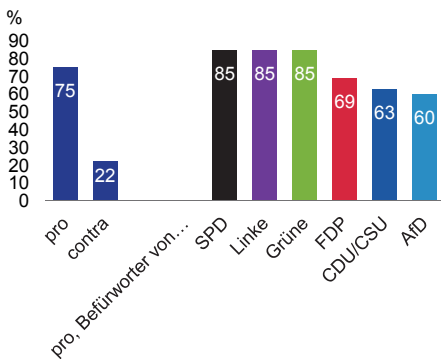
Schwierige Entscheidungen über Spitzenkandidaten für die Bundestagswahl 2021. Die Auswirkungen der – politisch (und durch Umfragen) getriebenen – Spaltung innerhalb der Parteien erstrecken sich auch auf die Frage, wen man als Kanzlerkandidaten in den nächsten Wahlkampf schicken soll. In der Regel hat der oder die jeweilige Parteivorsitzende (informell) den ersten Zugriff. Doch im Falle der CDU ist Parteichefin Annegret Kramp-Karrenbauer (AKK) in ihrer Partei nicht unumstritten. Nur 35% der CDU/CSU-Anhänger glauben, dass sie als Kanzlerkandidatin für die nächste Wahl nominiert wird (ZDF-Politbarometer, 29. November). Andere Namen wie der des Ministerpräsidenten von NRW, Armin Laschet, oder auch Friedrich Merz gelten als mögliche Kandidaten für die



Vorsicht, zerbrechlich!

SPD fordert höhere, kreditfinanzierte Investitionen ...

87



Quelle: ZDF Politbarometer Dez 2019

Leistung der Bundesregierung

88

Wie zufrieden sind Sie mit der Arbeit der Bundesregierung im Politikressort
% der Gesamtmenge



Quelle: infratest dimap, DeutschlandTrend Dez 2019

CDU-Kanzlerkandidatur. Der CSU-Parteivorsitzende und bayerische Ministerpräsident Markus Söder hat dagegen Spekulationen, dass er diese Position anstrebe, zurückgewiesen, betonte aber, dass die CDU/CSU auf jeden Fall einen gemeinsamen Kandidaten nominieren werde. Die Stimmung in der CDU ist schwierig zu beurteilen, aber die Partei wird höchstwahrscheinlich zu einem Kandidaten tendieren, der offen und nach der Wahl vermittelbar für mehrere Koalitionspartner ist. Vor diesem Hintergrund könnte am Ende jemand als Kanzlerkandidat nominiert werden, den bisher kaum jemand auf dem Radar hat.

SPD: Lage eher noch schwieriger. Im Hinblick auf die SPD ist diese Frage nach dem zukünftigen Kanzlerkandidaten eher noch heikler. Ein Grund dafür ist, dass die Partei gerade ein neues Führungsduo, Saskia Esken und Norbert Walter-Borjans, gewählt hat, dessen erklärtes Ziel es ist, den Stimmenanteil der SPD auf 30% zu verdoppeln – allerdings bezweifeln 70% der Deutschen die Erreichbarkeit dieses Ziels und selbst 46% der SPD-Anhänger sind skeptisch (Deutschlandtrend, 5. November). Ginge man nach den generellen Popularitätswerten, könnte Finanzminister Scholz immer noch als vielversprechender SPD-Kanzlerkandidat für die Wahl 2021 angesehen werden. Freilich wird seine Rolle in der Groko in Teilen der Partei sehr kritisch gesehen. Ein weiterer in den Medien genannter Name ist die derzeitige Familienministerin im Kabinett von Kanzlerin Merkel, Franziska Giffey. Insgesamt dürften die interne Positionierung der Kandidaten und eine latente Auseinandersetzung der Parteiflügel sowohl in CDU/CSU als auch der SPD von effektivem Regierungshandeln ablenken.

Grüne als Königsmacher der nächsten Regierung. Die Grünen beobachten die internen Probleme von CDU/CSU und SPD von der Seitenlinie und senden gleichzeitig starke Signale, dass sie bereit sind, in einer zukünftigen Bundesregierung Verantwortung zu übernehmen. Den beiden Parteivorsitzenden, Annalena Baerbock und Robert Habeck, ist es gelungen, die verschiedenen Parteiflügel zu versöhnen und damit die Voraussetzung für unterschiedliche Koalitionen mit den etablierten Parteien zu schaffen. Sie können dabei auf den jüngeren Erfahrungen ihrer (unterschiedlichen) Koalitionsregierungen in mittlerweile zehn der sechzehn Bundesländer aufbauen. Die Grünen haben in den Wahlumfragen deutlich zugelegt und liegen kontinuierlich bei um die 20%. Sie profitieren vom populären Thema Klimawandel und haben gleichzeitig ihr politisches Portfolio erweitert. Umfragen (z.B. Civey für Spiegel, Okt 2019) zeigen jedoch, dass viele Wähler die Grünen eher als „Ein-Thema-Partei“ mit klimapolitischer Kompetenz sehen. Zudem sind die Grünen vor allem im Westen Deutschlands, besonders in den Metropolen, erfolgreich. Dies lässt es eher fraglich erscheinen, ob die Grünen der stärkste Partner in einer möglichen konservativ-grünen Koalition werden könnten (die einzige Konstellation, die nach aktuellen Umfragen eine Mehrheit im Bundestag verspricht). Dennoch diskutieren die Grünen erstmals über die Nominierung eines Kanzlerkandidaten. Angesichts der Präferenz der Partei für die direkte Demokratie ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass die endgültige Entscheidung in einer Mitgliederbefragung getroffen werden wird.

Landtagswahlen in Hamburg ein Merkposten im Jahr 2020. Während sich die Parteien in diesem Jahr in mehreren Landtagswahlen beweisen mussten, sieht das Jahr 2020 mit Hamburg am 23. Februar nur eine vor. Es wird der erste Test für die neue SPD-Parteiführung sein. Umfragen (wahlrecht.de) deuten darauf hin, dass die SPD als derzeit stärkste Partei in Hamburg von ihrem grünen Koalitionspartner in dieser Rolle herausgefordert werden könnte, zumal die Grünen in Großstädten tendenziell besonders stark sind. Diese Aussichten könnten die neuen SPD-Parteivorsitzenden zusätzlich motivieren, rechtzeitig vor dieser Landtagswahl eine erfolgreiche Neuverhandlung mit der CDU/CSU über die politischen Prioritäten für die zweite Amtszeit der Groko vorzuweisen.

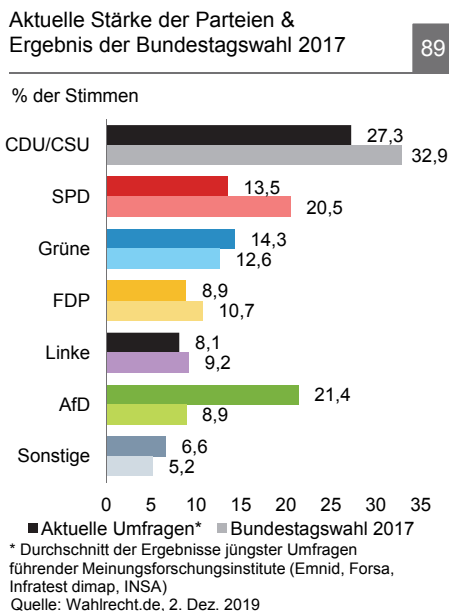
SPD-Neupositionierung erhöht Spannungen in der Groko, aber Auseinanderbrechen unwahrscheinlich. Im Gegensatz zu den Bedenken mancher Beobachter



Vorsicht, zerbrechlich!

erteilten die SPD-Delegierten auf dem Parteitag ihrer neuen Führung das Mandat, die Arbeit in der Regierung fortzusetzen. Sie forderten sie aber gleichzeitig mit deutlicher Mehrheit auf, die Gespräche mit ihrem Koalitionspartner CDU/CSU über ein Paket von politischen Themen, die sich auf eher linke SPD-Positionen konzentrieren, aufzunehmen. Nach diesen Gesprächen soll der Parteivorstand unter der neuen Führung entscheiden, ob die Groko ihre gemeinsame Regierungsarbeit fortsetzen soll. Die Hauptforderungen des SPD-Parteitags sind das Überdenken der "Schwarzen Null" und der fiskalischen Schuldenbremse, mehr öffentliche Investitionen, eine Erhöhung des Mindestlohns auf 12 Euro, eine Wiedereinführung der Vermögenssteuer sowie eine Änderung des von der Groko gerade verabschiedeten Klimapakets. Die ersten Reaktionen der CDU/CSU-Parteiführung waren sehr ablehnend. Letztlich bestätigen die Stimmungslage auf dem SPD-Parteitag sowie die weitere Haltung der CDU/CSU unsere Einschätzung, dass die Koalitionspartner eine Arbeitsgrundlage für die Fortsetzung der Regierungskoalition finden wollen. Als erster Beleg dafür kann der im Vermittlungsausschuss erreichte Kompromiss zur Änderung des Klimapakets (siehe Abschnitt über die Klimapolitik) gesehen werden. Wir gehen davon aus, dass die zweite Hälfte der Amtszeit dieser Regierungskoalition ohne gravierende Veränderungen des politischen Kurses verlaufen wird. Die politische Dynamik lässt sich gleichwohl schwer einschätzen. Damit bleibt das Risiko eines Koalitionsbruchs Anfang nächsten Jahres bestehen, selbst wenn die schwachen Umfragewerte der Koalitionsparteien wenig Anreiz für Neuwahlen bieten dürften. Immerhin hält nach dem jüngsten ZDF-Politbarometer (13. Dez.) mit 69% sogar eine deutliche Mehrheit der SPD-Anhänger es für sinnvoller, in der Regierung zu bleiben, statt in die Opposition zu gehen.

Auswirkungen der Koalitionsstreitigkeiten für die deutsche EU-Ratspräsidentschaft im zweiten Halbjahr 2020. Es besteht ein erhebliches Risiko, dass die internen Spannungen zwischen den Koalitionspartnern die Verhandlungsposition der Bundesregierung schwächen, wenn Deutschland in der zweiten Hälfte des nächsten Jahres die Ratspräsidentschaft der EU übernimmt. Ironischerweise steht Kanzlerin Merkel dann vor ähnlichen Herausforderungen wie während ihrer ersten, erfolgreichen EU-Ratspräsidentschaft im Jahr 2007. Damals gelang es ihr, eine ehrgeizige Vereinbarung zur Klima- und Energiepolitik zu verabschieden (die für 2020 vereinbarten EU-Ziele wurden allerdings nur teilweise erreicht) und die Weichen für eine weitere EU-Vertragsreform zu stellen. Diesmal geht es um die Pläne von EU-Kommissionspräsidentin von der Leyen für einen europäischen Green Deal, der u.a. sehr ehrgeizige Ziele für die Reduzierung von CO₂-Emissionen vorsieht. Darüber hinaus will von der Leyen bis 2030 rund 3 Billionen Euro in den Klimaschutz investieren, die Hälfte davon soll aus dem EU-Haushalt kommen. Dies wird ohne eine Erhöhung des EU-Haushalts 2021-2027 von derzeit 1% des BNE auf 1,14% nicht möglich sein – eine Erhöhung, die auf starken Widerstand der Nettozahler einschließlich Deutschland stößt. Angesichts der unterschiedlichen Interessen in der EU-27 ist es sehr wahrscheinlich, dass eine Einigung erst in letzter Minute Ende 2020 unter deutschem Ratsvorsitz gefunden werden kann, ermöglicht gegebenenfalls mit erheblichen deutschen Zugeständnissen bei der Finanzierung des EU-Budgets. Darüber hinaus stehen auf der Tagesordnung der EU wichtige Themen wie die Zukunft des Handelsmultilateralismus, die künftigen Beziehungen zum Vereinigten Königreich und die deutsch-französische Initiative zur Einberufung einer Konferenz über die „Zukunft Europas“, die möglicherweise auch institutionelle Veränderungen herbeiführen könnte. Vor diesem Hintergrund sind wir nach wie vor der Ansicht, dass trotz des politisch aufgeheizten Klimas weder SPD noch CDU/CSU – geschweige denn die deutschen Wähler – auf die Erfahrung und das Verhandlungsgeschick von Bundeskanzlerin Merkel verzichten wollen.



Barbara Böttcher (+49 69 910-31787, barbara.boettcher@db.com)
Kevin Körner (+49 69 910-31718, kevin.koerner@db.com)



Vorsicht, zerbrechlich!

Deutsches Klimaschutzpaket: Begrenzte Wirkung in jeglicher Hinsicht

Die konjunkturellen und fiskalischen Effekte des deutschen Klimaschutzpaketes dürften 2020 und auch in den Jahren danach im statistischen Unschärfbereich liegen. Das Klimapaket ändert wenig an der grundsätzlichen Ausrichtung der deutschen Fiskalpolitik. Zwar sieht das Klimaschutzprogramm über die nächsten vier Jahre zusätzliche staatliche Ausgaben in Höhe von mehr als EUR 54 Mrd. vor (kumuliert über den Zeitraum 2020 bis 2023). Diese Summe entspricht etwa 1,6% vom BIP des Jahres 2019. Gleichwohl dürfte sich das Programm zum größten Teil selbst finanzieren, da es ebenso zusätzliche Staatseinnahmen vorsieht.

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 (z.B. Elektromobilität, Austausch von Heizungsanlagen) zu finanzieren oder um den Bürgern eine Kompensation für die höheren Energiekosten aufgrund des CO₂-Preises zu gewähren. Viertens sieht das Klimapaket regulatorische Maßnahmen vor (Ordnungsrecht), die bis 2030 greifen sollen.

Mit der Einführung eines CO₂-Preises im Verkehrs- und Gebäudesektor soll die Kosteneffizienz der Klimaschutzpolitik erhöht werden. Nach den Ergebnissen des Vermittlungsausschusses wird zunächst mit einem Festpreis von EUR 25 pro Tonne CO₂ gestartet (ab 2021), der bis 2025 auf EUR 55 pro Tonne steigen soll. Damit fallen die Preissignale zunächst jedoch moderat aus: Bei EUR 55 pro Tonne CO₂ verteuert sich ein Liter Benzin oder Diesel um weniger als 15 Cent. Angesichts der recht niedrigen Preiselastizität der Nachfrage bei Kraftstoffen sowie gewisser Gewöhnungseffekte an höhere Kraftstoffpreise dürfte die Lenkungswirkung recht niedrig ausfallen.⁶ Zugleich soll die Pendlerpauschale erhöht und die EEG-Umlage abgesenkt werden. Die Mehrwertsteuer auf Bahnticket im Fernverkehr soll zudem sinken.

Das Klimapaket ist ein klassischer politischer 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. Aus heutiger Sicht reichen die vorgeschlagenen Maßnahmen nicht aus, um das Ziel zu erreichen, die deutschen CO₂-Emissionen bis 2030 um 55% unter das Niveau von 1990 zu senken. Dafür wären höhere CO₂-Preise und/oder ein strengeres Ordnungsrecht notwendig. Die geplanten jährlichen Überprüfungen werden zeigen, ob die Politik nachsteuern muss, um ein Verfehlen der Klimaziele zu vermeiden. Allerdings dürften die politischen Ränder erstarken, wenn die finanziellen Belastungen für die privaten Haushalte durch Klimaschutzpolitik zu stark steigen.

Die Unsicherheiten über die langfristige Entwicklung der Klima- und Energiepolitik bleiben ein Investitionshemmschuh für manche Sektoren in Deutschland. Dies gilt besonders für energieintensive Branchen wie die Metall- oder Chemieindustrie. Hier spielen weniger die absolute Höhe der Strompreise eine Rolle,

⁶ Im Rahmen der sogenannten Ökosteuer in Deutschland stieg der Steuersatz auf Kraftstoffe von 1999 bis 2003 in fünf Stufen um insgesamt mehr als 15 Cent pro Liter. In der Folge sank tatsächlich zunächst der inländische Absatz von Benzin und Diesel, was jedoch primär eine Folge von Tanktourismus sowie des Einsatzes effizienterer Fahrzeuge war; nach einigen Jahren nahm der Kraftstoffabsatz jedoch wieder zu. Die Verkehrsleistung im Motorisierten Individualverkehr stieg dagegen trotz Ökosteuer relativ kontinuierlich.



Vorsicht, zerbrechlich!

denn energieintensive Unternehmen profitieren in der Regel von Vergünstigungen im Rahmen des EEG oder des EU-Emissionshandels. Vielmehr wird die Investitionstätigkeit durch die Unsicherheit gedämpft, wie lange diese Sonderregelungen bestehen bleiben. Insgesamt schrumpft der reale Kapitalstock in den energieintensiven Branchen in Deutschland seit Jahren.

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



Eventkalender

2020 Jahreskalender

15. Januar	Bruttoinlandsprodukt 2019 plus Pressekonferenz des Statistischen Bundesamts
31. Januar	Brexit-Frist: Großbritannien scheidet voraussichtlich aus der EU aus
14. Februar	Bruttoinlandsprodukt Q4 2019, Schnellmeldung
23. Februar	Wahlen im Stadtstaat Hamburg
25. Februar	Bruttoinlandsprodukt Q4 2019, tiefer gegliederte Ergebnisse
15. März	Ablauf (und ggf. Verlängerung) aktueller EU-Sanktionen gegenüber Russland
15. Mai	Bruttoinlandsprodukt Q1 2020, Schnellmeldung
April*	Tarifverhandlungsrunden 2020 in der Metall- und Elektroindustrie beginnen: Üblicherweise zwei bis drei Verhandlungsrunden über zwei Monate
25. Mai	Bruttoinlandsprodukt Q1 2020, tiefer gegliederte Ergebnisse
Ende Mai/Anfang Juni	Veröffentlichung der Baufertigstellungen 2019, Statistisches Bundesamt
Mai/Juni*	Ausschuss für Finanzstabilität (AFS): Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität. Evtl. Vorschläge/Eingriffe in die Hypothekenkreditvergabe mit Auswirkungen auf den Immobilienmarkt
18.-19. Juni	Europäischer Rat will Green Deal abschließen
30. Juni	Fristablauf für das Vereinigte Königreich zur Beantragung der Verlängerung der Übergangszeit nach dem Ausstieg
1. Juli	Deutschland übernimmt EU-Ratspräsidentschaft bis Ende 2020
14. August	Bruttoinlandsprodukt Q2 2020, Schnellmeldung
25. August	Bruttoinlandsprodukt Q2 2020, tiefer gegliederte Ergebnisse
September*	Tarifverhandlungsrunden 2020 im Öffentlichen Dienst (Bund und Gemeinden): üblicherweise zwei bis drei Verhandlungsrunden über zwei Monate
Herbst*	Urteil der Normenkontrollklage zum Berliner Mietendeckel
Herbst*	Berliner Volksbegehren „Enteignung von Immobilienunternehmen mit mehr als 3.000 Wohnungen“
3. November	US-Präsidentschaftswahlen
13. November	Bruttoinlandsprodukt Q3 2020, Schnellmeldung
24. November	Bruttoinlandsprodukt Q3 2020, tiefer gegliederte Ergebnisse
10.-11. Dezember	Europäischer Rat einigt sich auf einen mehrjährigen Finanzrahmen
Anfang/Mitte Januar	Bruttoinlandsprodukt 2020 plus Pressekonferenz des Statistischen Bundesamts
September* 2021	Bundestagswahl

*voraussichtlich

Quelle: Deutsche Bank Research



Ausblick Deutschland

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

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

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

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

- ▶ **Ausblick 2020: Vorsicht, zerbrechlich!** 19. Dezember 2019
- ▶ **Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen** 4. November 2019
- ▶ **Klimapaket:
Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik** 30. September 2019
- ▶ **Nur eine „technische Rezession“?
Die Risiken sind entscheidend!** 20. August 2019
- ▶ **Schwarz-Grün im Bund –
schmerzhafte Kompromisse drohen** 8. Juli 2019
- ▶ **Nicht über den Berg, Politik ist keine Hilfe** 17. Mai 2019
- ▶ **Export und Autos bremsen die Konjunktur aus** 8. April 2019

© 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