



# Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

12. Februar 2020

## Autoren

Stefan Schneider  
und

Team Economics Research, Büro Frankfurt

## Editor

Stefan Schneider

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

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

## DB Research Management

Stefan Schneider

## Inhaltsverzeichnis

## Seite

Prognosen .....	2
Deutsche Konjunktur – immer anfälliger .....	3
Staatsfinanzen: Rückschau auf 2019 und Ausblick für 2020/21 .....	7
Deutscher Arbeitsmarkt: Nachlassende Dynamik .....	15
Deutsche Autokonjunktur: Gemischte Signale .....	19
Berliner Wohnungsmarkt: Mietendeckel dürfte wirtschaftlichen Superzyklus und Immobilienzyklus für einige Jahre entkoppeln .....	23
Private Haushalte in Deutschland. Regionale Unterschiede im Bankgeschäft .....	24
(Politischer) Sturm über Deutschland – CDU-Chefin AKK kündigt Rücktritt an .....	26
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland .....	30
Datenkalender .....	31
Finanzmarktprognosen .....	32
Datenmonitor .....	33

Original in englischer Sprache: 10.02.2020

**Deutsche Konjunktur – immer anfälliger.** Aufgrund der sehr schwachen Dezember-Daten erscheint ein leichter BIP-Rückgang in Q4 2019 wahrscheinlich. Zudem stellt das Coronavirus ein Risiko für die globale Erholung dar, da die Hoffnungen auf einer Belebung der chinesischen Wirtschaft ruhen. Dieser Faktor dürfte auch das deutsche BIP-Wachstum in Q1 0,2%-Punkte kosten. Eine technische Rezession im Winterhalbjahr erscheint durchaus möglich.

**Staatsfinanzen: Rückschau auf 2019 und Ausblick für 2020/21.** Trotz des überraschend hohen Überschusses von 1,5% des BIP erwarten wir für 2020/21 eine deutliche Verschlechterung der öffentlichen Haushaltslage. Der Überschuss im Bundeshaushalt 2019 hat einen Richtungsstreit über die Mittelverwendung des zusätzlichen Finanzspielraumes ausgelöst. Die Steuerpolitik dürfte bei der nächsten Bundestagswahl 2021 ein zentrales Wahlkampfthema werden.

**Deutscher Arbeitsmarkt: Nachlassende Dynamik.** Obwohl der Arbeitsmarkt noch immer gut dasteht, hat die Wirtschaftsflaute ihre Spuren hinterlassen. Bislang ist die Beschäftigung jedoch fast ausschließlich bei Zeitarbeitsfirmen gesunken. Frühindikatoren deuten auf einen anhaltend stabilen Arbeitsmarkt hin.

**Deutsche Autokonjunktur: Gemischte Signale.** Die deutsche Automobilindustrie sendet allmählich positive Signale aus. Die Kapazitätsauslastung nahm zu Beginn von Q1 2020 deutlich zu. Auch Produktions- und Exporterwartungen zogen leicht an, was an der moderaten Erholung der globalen Autonachfrage liegen könnte. Dennoch dürfte die Dynamik der Branche auch 2020 gering bleiben.

**Berliner Wohnungsmarkt: Mietendeckel dürfte wirtschaftlichen Superzyklus und Immobilienzyklus für einige Jahre entkoppeln.** Wenn der Mietendeckel verfassungskonform wäre, würde sich die Lage für die Investoren erheblich ändern. Aufgrund künftiger politischer Mehrheitsverhältnisse könnte die zunächst auf 5 Jahre befristete Regelung 2025 verlängert werden. Risikoaverse, kurzfristig orientierte Investoren haben Anreize, den Berliner Markt zu verlassen. Für langfristig orientierte Investoren dürfte Berlin weiterhin ein attraktiver Markt bleiben.

**Private Haushalte in Deutschland. Regionale Unterschiede im Bankgeschäft.** Im Kredit- und Einlagengeschäft mit Privatkunden gibt es beträchtliche Unterschiede zwischen den Bundesländern. Das Pro-Kopf-Kreditvolumen in Ostdeutschland ist 30 Jahre nach dem Mauerfall deutlich niedriger als in Westdeutschland, wo es wiederum im Norden niedriger ist als im Süden. Sparkassen kommen flächendeckend auf einen Marktanteil von 25-35%, dagegen sind die Genossenschaftsbanken im Süden/Westen viel stärker als im Norden/Osten.

**(Politischer) Sturm über Deutschland – CDU-Chefin AKK kündigt Rücktritt an.** Nachfolge und Übergabe an einen neuen Parteivorsitzenden sollen ab Sommer/Herbst geregelt werden. Derzeit herrscht große Unsicherheit über den Prozess und mögliche Nachfolger. Es scheint absehbar, dass der oder die nächste CDU-Vorsitzende Kanzlerkandidat bei den Bundestagswahlen 2021 sein wird.



## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr 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	0,8	1,2	1,2	1,0	1,2	2,5	2,1	1,8	-0,9	-1,1	-1,2
Deutschland	0,6	0,7	1,1	1,4	1,0	1,4	7,8	6,7	6,1	1,5	0,5	0,0
Frankreich	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,2	-0,8	-0,2	-0,2	-3,2	-2,4	-2,3
Italien	0,2	0,5	0,6	0,6	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	1,2	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	1,1	1,1	1,1	-1,5	-1,5	-1,0	-0,9	-1,1	-1,1
Griechenland	1,4	1,7	2,0	0,5	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	-2,2	-2,8	-2,6
Dänemark	1,9	1,5	1,5	0,7	1,2	1,3	7,0	6,9	6,9	2,0	0,5	0,0
Norwegen	1,2	1,9	1,8	2,2	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	0,4	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	2,8	2,4	0,9	0,7	0,9	0,8	0,4	0,3
Ungarn	5,0	3,5	3,5	3,4	3,8	3,4	-1,0	-0,8	-0,6	-1,7	-1,2	-1,0
Polen	4,0	3,8	3,6	2,3	3,8	3,5	-0,3	-0,7	-0,6	-1,0	-0,8	-1,1
USA	2,3	2,1	2,2	1,8	2,0	2,0	-2,7	-3,5	-3,5	-4,6	-4,6	-4,3
Japan	1,0	-0,1	1,2	0,5	0,5	0,7	3,5	3,8	4,2	-2,6	-2,8	-2,6
China	6,1	5,8	6,2	2,9	3,6	2,0	1,5	1,2	0,9	-4,5	-4,7	-4,0
Welt	3,1	3,1	3,6	3,0	3,2	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. Vj., Jahresdaten % gg. Vj.

	2018	2019	2020P	2021P	2020				2021			
					Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	1,5	0,6	0,7	1,1	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,1	0,2	0,3	0,3
Privater Konsum	1,3	1,6	1,2	1,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Staatsausgaben	1,4	2,5	1,5	1,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	3,5	2,5	1,9	2,1	0,4	0,4	0,6	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5
Ausrüstungen	4,4	0,4	-0,5	1,8	-0,2	0,1	0,5	0,5	0,0	0,3	0,4	0,5
Bau	2,5	3,8	3,7	2,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Lager, %-Punkte	0,3	-0,9	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Exporte	2,1	0,9	1,7	2,1	-0,1	0,2	0,9	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4
Importe	3,6	1,9	2,9	2,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Nettoexport, %-Punkte	-0,4	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3	-0,2	0,1	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	-4,7	-2,0	3,0								
Budgetsaldo, % BIP	1,9	1,5	0,5	0,0								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	61,9	59,2	57,1	55,4								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,4	7,8	6,7	6,1								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	241,4	267,1	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



## Deutsche Konjunktur – immer anfälliger

- Nach äußerst schwachen Dezember-Daten ist wohl mit einer leichten Kontraktion des BIP in Q4 zu rechnen.
- Die Januar-Umfragedaten sprachen für eine Wachstumsstabilisierung im ersten Quartal. Sie wurden jedoch erhoben, bevor das Auftreten des Coronavirus in China Schlagzeilen machte.
- Das Coronavirus bringt beträchtliche Risiken für unsere Prognose einer Erholung der Weltwirtschaft mit sich, da wir bis dato von einer Konjunkturbelebung in China ausgingen. Dies gilt insbesondere für Deutschland, dessen Exporte sich nicht zuletzt aufgrund der schwachen Nachfrage aus China im Jahr 2019 verlangsamten.
- Wir rechnen damit, dass das Coronavirus das BIP im ersten Quartal um 0,2%-Punkte dämpfen wird, sodass eine technische Rezession im Winterhalbjahr nunmehr zunehmend wahrscheinlich ist.

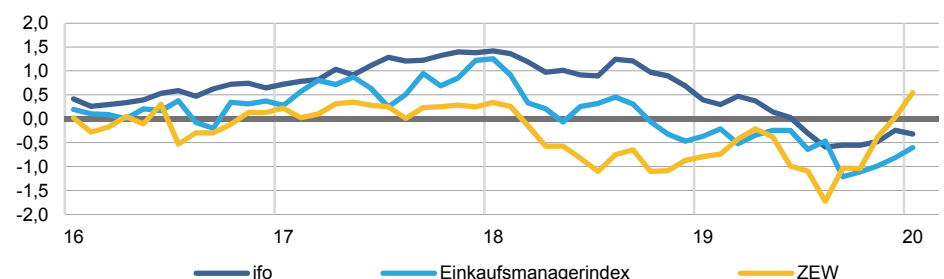
Unser Mitte Dezember veröffentlichter Ausblick 2020 trug den Titel „Vorsicht, zerbrechlich!“ Sieben Wochen später und nach Ablauf des ersten Monats im Jahr 2020 scheint diese Beschreibung noch zutreffender zu sein. Zwar verbesserten sich die Ergebnisse der Finanzmarktteilnehmer-Umfragen im Januar noch einmal deutlich und der Dax erreichte neue Höchststände. Im weiteren Verlauf brach er jedoch aufgrund der Befürchtungen im Zusammenhang mit dem Coronavirus um über 3% ein. Das Virus wirkte sich noch nicht auf die Januar-Ergebnisse der Unternehmensumfragen aus, weil diese vorher durchgeführt worden waren. Dennoch zeichneten diese Umfragen ein etwas weniger enthusiastisches Bild als der ZEW- oder der Sentix-Index, für die Finanzmarktteilnehmer befragt werden. Sie stützten allerdings unsere Prognose einer allmählichen Konjunkturbelebung in Deutschland.

### BIP-Kontraktion in Q4 durchaus möglich

Auch wenn sich die Stimmungsindikatoren ab dem Ende des dritten Quartals verbessert haben, legen die schwache Entwicklung der Industrieproduktion (-3,5% gg. Vm.), der Einzelhandelsumsätze (-3,3%) und der Auftragseingänge (-2,1%) im Dezember nahe, dass das BIP nach einem mageren Zuwachs in Q3 (+0,1%) in Q4 wieder geschrumpft sein könnte. Nach Angaben des Wirtschaftsministeriums könnten die Dezember-Zahlen aus der Industrie u.a. auf die hohe Zahl von Brückentagen zurückzuführen sein. Außerdem werden die Daten für diesen Monat zuweilen deutlich korrigiert, weil die Unternehmen ihre Zahlen nach den Weihnachtsfeiertagen erst später veröffentlichen. Nichtsdestotrotz zeigt der Rückgang der Industrieproduktion um 1,9% in Q4 eindeutig, dass die Rezession in diesem Sektor bei Weitem noch nicht vorüber ist.

Deutsche Stimmungsindikatoren

Standardisiert, Mittelwert = 0



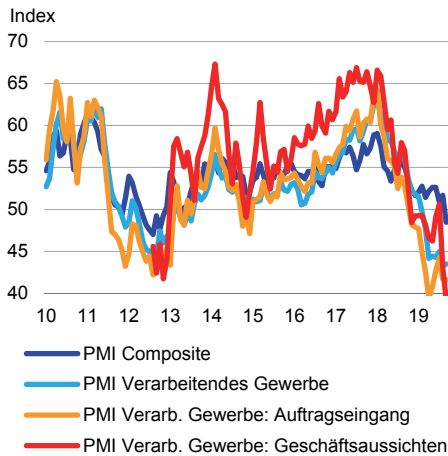
Quellen: Bloomberg Finance LP, ifo, IHS Markit



## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

PMI: Schwäche in den zukunftsgerichteten Komponenten

2



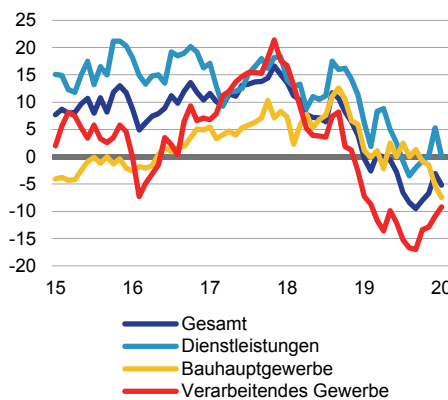
Quelle: IHS Markit

### Einkaufsmanagerindex der Gesamtwirtschaft vor dem Auftreten des Coronavirus (!) wieder im Expansionsbereich

Der Einkaufsmanagerindex (Gesamtwirtschaft) deutet mit 51,1 wieder auf eine Expansion hin, nachdem er von September 2019 bis November 2019 im Durchschnitt bei 48,9 notierte. Insbesondere die zukunftsorientierten Komponenten konnten kräftige Zuwächse verzeichnen (Produktionserwartungen: 57,7, d.h. +10,5 Punkte gegenüber dem Tiefstand vom August; Auftragseingänge: 51,3 oder +6,3 Punkte). Der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe liegt dagegen mit 45,2 nach wie vor klar im Kontraktionsbereich. Dabei konnte der Index für die Erwartungen jedoch seit August 2019 um 16,3 Punkte zulegen und liegt mit 55,4 jetzt auf dem höchsten Stand seit August 2018. Das Verhältnis zwischen Auftragseingängen und Lagerbeständen lag zum ersten Mal seit September 2018 über 1.

ifo Erwartungen (Salden)

3



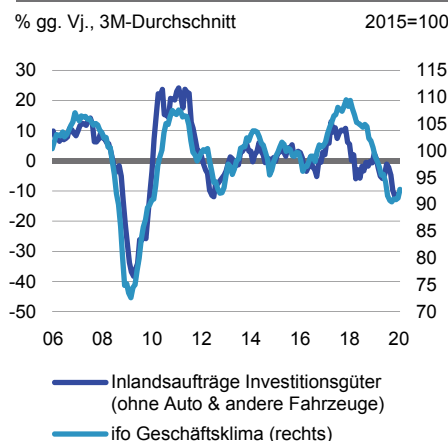
Quelle: ifo

### Ifo-Index: Uneinheitlicheres Bild

Der Ifo-Index blieb dagegen deutlich hinter den Konsenserwartungen von +0,7 zurück; der Gesamtindex sank um 0,4 Punkte. Hauptgrund dafür war der Rückgang der Erwartungskomponente um einen Punkt. Dies wurde durch eine Korrektur im Dienstleistungssektor ausgelöst, wo die Erwartungen nach einem kräftigen Anstieg im Dezember (von 0,2 auf 5,3) wieder auf 0,1 fielen. Im Verarbeitenden Gewerbe stieg die Einschätzung der aktuellen Lage (Saldo der Meinungen) auf einen Sechs-Monats-Höchststand an. Die Erwartungen verbesserten sich weiter, blieben jedoch mit -9,2 klar im negativen Bereich. Die Produktionserwartungen und die Einschätzung der Lagerbestände verbesserten sich, die Exportaussichten gingen jedoch nach einem kräftigen Anstieg im Dezember wieder etwas zurück.

Deutscher Investitionszyklus

4



Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo

### „Phase-1“-Handelsabkommen dürfte chinesische Nachfrage nach deutschen Exporten dämpfen

Der Frühindikator der Bundesbank für die weltweite Industrieproduktion stieg im Januar um 0,4 Punkte auf 100,6 an. Damit legte er im vierten Monat in Folge zu. Der Indikator basiert jedoch unter anderem auf den Einkaufsmanagerindizes, bei denen sich der Effekt des Coronavirus im Januar noch nicht bemerkbar gemacht hatte, und dürfte daher ein zu optimistisches Signal geben.

Möglicherweise zeigten sich die Exporteure in der Ifo-Umfrage vorsichtiger, weil ihnen allmählich klar wird, dass das Phase-1-Handelsabkommen zwischen den USA und China zwar zunächst die handelspolitischen Unsicherheiten verringert, aber auch gleichzeitig dazu führen wird, dass ihre chinesischen Kunden verstärkt Güter aus den USA beziehen werden. Modellrechnungen des IfW-Instituts zufolge werden die EU-Exporte nach China im Jahr 2021 um rund USD 10,8 Mrd. niedriger ausfallen. Der Großteil des Rückgangs (USD 9,3 Mrd.) entfällt dabei auf das Verarbeitende Gewerbe (Flugzeuge: -3,7 Mrd.; Maschinen: -12,4 Mrd.; Autos: -2,4 Mrd.), wobei Deutschland und Frankreich am stärksten in Mitleidenschaft gezogen werden.

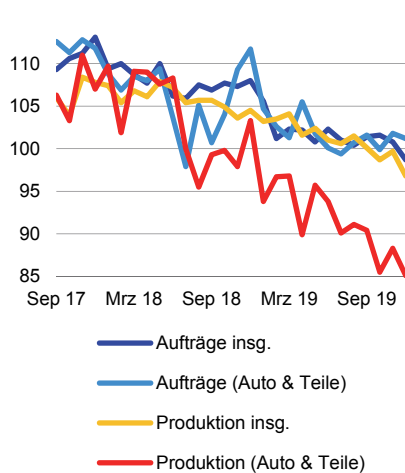


## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

### Autoindustrie: Noch kein Ende der Flaute in Sicht

5

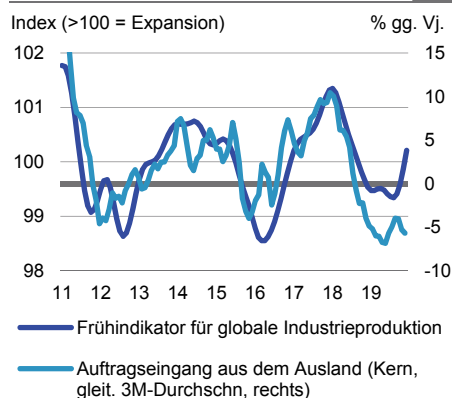
Index, SA, 2015 = 100



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Frühindikator der Bundesbank zur globalen Industrieproduktion & deutsche Auslandsaufträge

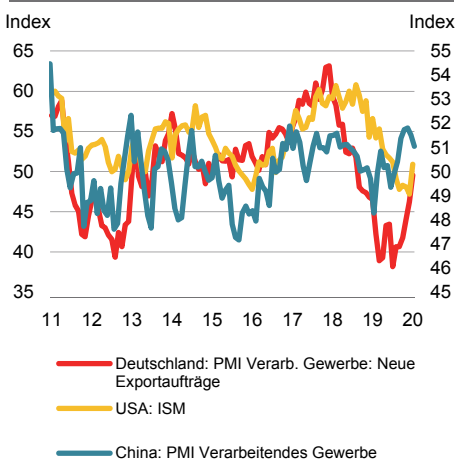
6



Quelle: Deutsche Bundesbank

### Neue deutsche Exportaufträge (PMI): Hoffen auf China

7



Quellen: Haver Analytics LP; Deutsche Bank Research

## Coronavirus – ein weiterer Stimmungsdämpfer für den Export?

Da Deutschland gut in den Welthandel eingebunden ist – trotz eines mageren Exportwachstums von real 0,9% hatten Güter- und Dienstleistungsexporte im Jahr 2019 einen Anteil von 41% am BIP –, beruhten Hoffnungen in der deutschen Industrie (deren Ausstoß seit 1 ½ Jahren gesunken ist) sehr stark auf einer Erholung der weltweiten Nachfrage. Diese schlug sich bereits in den Stimmungsdaten nieder: Die Auftragserwartungen sind im Einkaufsmanagerindex um 11,4 Punkte gegenüber dem Tiefstand vom August 2019 angestiegen, und das Indexniveau von 49,6 deutet zumindest auf eine Stabilisierung hin. Die stärker zukunftsorientierten Exporterwartungen im ifo-Index haben sich ebenfalls verbessert, wenngleich sich die Unternehmen im Januar bereits vorsichtiger äußerten; der Saldo der Meinungen sank von 2 im Dezember auf 0,9 im Januar. Vor allem bei Investitionsgütern war ein deutlicher Umschwung zu erkennen: Nach einer deutlichen Verbesserung der Exporterwartungen von -3,7 im August auf 8,9 im Dezember sank die Komponente im Januar wieder deutlich auf 3,8. Wie bereits erwähnt endeten die Erhebungsperioden für den ifo und den Einkaufsmanagerindex, bevor etwaige Effekte des Coronavirus zu spüren waren. Daher ist wohl mit weiteren Korrekturen zu rechnen.

## Negative Auswirkungen auf das BIP, deren Umfang jedoch außerordentlich unsicher sind

In unseren aktualisierten Prognosen für die Weltwirtschaft gehen wir davon aus, dass die Verbreitung des Virus im Februar ihren Höchststand erreicht und dass sich die Konjunktur im weiteren Jahresverlauf sowie im Jahr 2021 erholt. Diese Prognose stützt sich vor allem auf die Erfahrungen aus der SARS-Epidemie. Wir rechnen damit, dass sich die Aktivität bis Ende April weitgehend normalisiert. In China wird die Konjunktur bis weit ins erste Quartal hinein beträchtlich in Mitleidenschaft gezogen und erholt sich dann in Q2, sodass das Wachstum im Gesamtjahr nur moderat schwächer ausfällt. Allerdings dürfte sich der Schock für Chinas Wirtschaft über mehrere Kanäle auf den Rest der Welt übertragen, u.a. die Stornierung von Reisen, die Einstellung von Transport und Handel, stärkere Preisschwankungen von Rohstoffen und Vermögenswerten insgesamt und Unterbrechungen zahlreicher weltweiter Lieferketten, die China einbeziehen. Mit hoher Wahrscheinlichkeit überwiegen die Abwärtsrisiken bei dieser Annahme.

Die Verlangsamung des chinesischen Wachstums im Jahr 2019 hat sich klar in den deutschen Exporten niedergeschlagen. Der Anstieg der Güterexporte nach China verlangsamte sich von nominal 8,6% im Jahr 2018 auf 2,4% in den ersten elf Monaten des Jahres 2019, und seit August ist die Drei-Monats-Durchschnittsrates gegenüber dem Vorjahr negativ. Ursprünglich gingen wir davon aus, dass Chinas Wirtschaft zur Jahreswende die Talsohle durchschreiten würde. Daher hoffte vor allem die Autoindustrie auf eine Belebung der chinesischen Nachfrage aufgrund eines gewissen Nachfragestaus. Schätzungen von Sektorexperten zufolge erwirtschaften deutsche Autohersteller rund 35% ihres weltweiten Umsatzes in China (deutsche Autokonzerne haben keine wichtigen Fertigungsstätten in der Provinz Hubei). Wenn die Verbreitung des Coronavirus wie erwartet bald ihren Höhepunkt überschreitet, verlagert sich die Nachfrage möglicherweise schlicht in den späteren Jahresverlauf 2020.

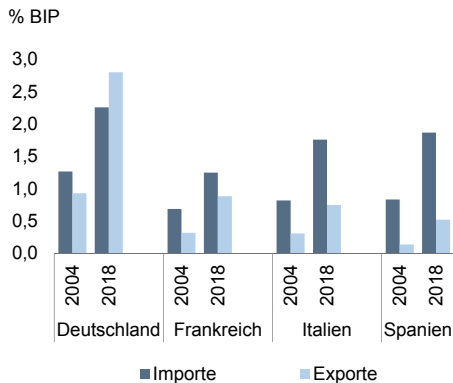
Dennoch ist in H1 wohl mit negativen Auswirkungen zu rechnen. Aufgrund der überdurchschnittlichen Margen in China schlägt sich selbst ein vorübergehender Rückschlag in den Gewinnen nieder, was die Unternehmen noch vorsichtiger werden lässt. Das Virus wird natürlich auch Auswirkungen auf die Angebotsseite haben. Ersten Berichten zufolge treten in Korea bereits Lieferkettenprobleme auf. Auch in anderen Sektoren, z.B. Elektrotechnik, wo China der größte Exportmarkt ist, macht sich Besorgnis breit, zumal die Exporte nach China im Jahr



## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

### Warenhandel mit China

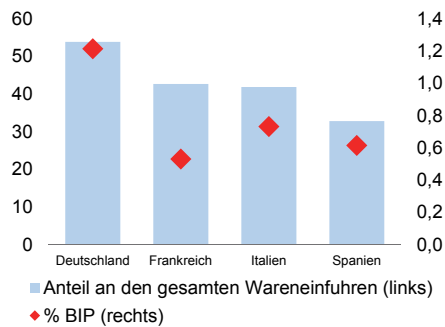
8



Quellen: Eurostat, Haver Analytics LP, Deutsche Bank Research

### Importe von Maschinen und Transportausrüstungen aus China

9



Quellen: Eurostat, Haver Analytics LP, Deutsche Bank Research

2019 nur um recht enttäuschende 4% anstiegen. Das ifo Institut hat Berechnungen auf der Grundlage der SARS-Epidemie vorgenommen, denen zufolge ein um 1%-Punkt niedrigeres Wachstum in China das Wachstum in Deutschland lediglich um 0,06%-Punkte dämpft. Die Autoren weisen jedoch darauf hin, dass die Zahl der Infizierten bereits jetzt größer ist als bei SARS. Angesichts der bereits ergriffenen Maßnahmen zur Eindämmung der Krankheit werden wohl auch die Auswirkungen auf die Wirtschaft stärker sein als bei SARS. Im Jahr 2003 wurden zudem keine Lieferketten ernsthaft in Mitleidenschaft gezogen. Heutzutage könnte dies aber bald der Fall sein (Lieferungen von China nach Nordeuropa nehmen etwa vier Wochen in Anspruch). Fiat Chrysler warnte z.B. vor Kurzem, dass einer seiner europäischen Standorte bei anhaltenden Lieferproblemen wohl in den kommenden zwei Wochen vorübergehend geschlossen werden müsse. Da die Lage in China wie bereits erwähnt inzwischen von größerer Bedeutung für das Unternehmensklima ist, befürchten wir, dass die Krankheit dieses Mal spürbarere Auswirkungen haben könnte. Wir haben daher unsere BIP-Prognosen für Q1 bzw. Q2 von +0,1% gg. Vq. auf -0,1% bzw. von 0,25% auf 0,1% gesenkt und diejenige für Q3 von 0,3% auf 0,4% angehoben, da wir mit einem gewissen Aufholeffekt rechnen. Damit liegt die Wachstumsrate für das Gesamtjahr statt bei 1,0% bei 0,7%. Die Annahmen über die weitere Verbreitung sind wahrscheinlich eher optimistisch. Um diesen Bias zu „korrigieren“ haben wir etwas größere Auswirkungen auf die Wirtschaft – als beispielsweise in der ifo-Simulation - unterstellt. Dies verringert natürlich nicht die extrem hohe Prognoseunsicherheit.

### Letztlich doch eine technische Rezession im Winterhalbjahr?

Angesichts der Brückentageeffekte im Dezember ist mit einer gewissen technischen Erholung der Produktionsdaten im Januar zu rechnen. Wenn unsere Annahme zutrifft, dass das Auftreten des Coronavirus das deutsche BIP in Q1 um rund 0,2%-Punkte dämpfen könnte, könnte es aber doch zu einer technischen Rezession in Deutschland kommen, bei der das BIP zweimal (in Q4 2019 und Q1 2020) leicht schrumpft.

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



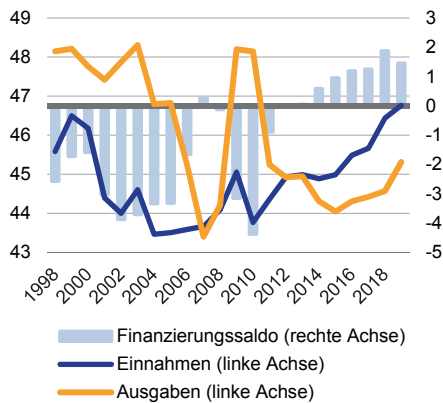
Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

## Staatsfinanzen: Rückschau auf 2019 und Ausblick für 2020/21. Mit vollen Kassen ins neue Jahrzehnt, mit leeren wieder heraus?

Rückläufiger Haushaltsüberschuss

1

% BIP (Gesamtstaat nach VGR)

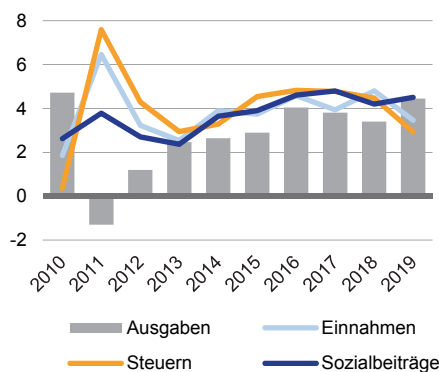


Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Wachstum der Steuereinnahmen sinkt, Sozialbeiträge legen weiter kräftig zu

2

% gg. Vj. (Gesamtstaat nach VGR)

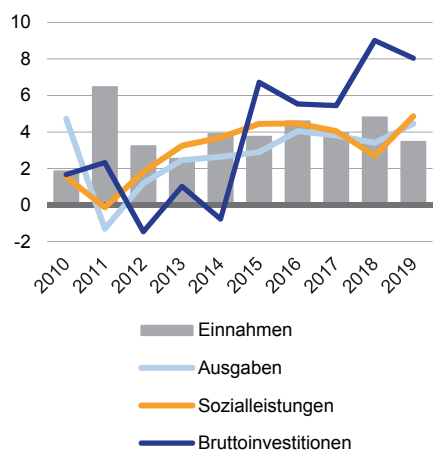


Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Die staatlichen Ausgaben wachsen wieder stärker als die Einnahmen

3

% gg. Vj. (Gesamtstaat nach VGR)



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

- Trotz Wirtschaftsflaute schließt der Gesamtstaat auch 2019 mit einem überraschend dicken Haushaltsplus von EUR 49,8 Mrd. (1,5% des BIP) ab. Nichtsdestotrotz zeigt die fiskalische Tendenz klar nach unten, denn die Ausgaben wachsen seit Langem wieder stärker als die Einnahmen. Aufgrund der anhaltend hohen Zuwächse bei den Primärausgaben des Staates (Sozialleistungen, Investitionen) und moderater Steuererleichterungen (z.B. Teilabschaffung des Solidaritätszuschlags ab 2021) dürften sich die öffentlichen Haushalte in struktureller Betrachtung rasch verschlechtern.
- Der Haushaltsüberschuss des Staates dürfte 2020 nur noch 0,5% des BIP betragen und 2021 schließlich gänzlich verschwinden. Der strukturelle Finanzierungssaldo (konjunkturbereinigt und ohne Einmaleffekte) dürfte 2020 nur noch 0,4% des BIP betragen und 2021 sogar leicht ins Minus rutschen (-0,1%) (2019: 1,1%).
- Der unerwartet hohe Überschuss im Bundeshaushalt von EUR 13,5 Mrd. (gegenüber einem geplanten Defizit von rund EUR 5,8 Mrd.) hat in der Bundesregierung einen Richtungsstreit über die Mittelverwendung des zusätzlichen Finanzspielraums von ungefähr EUR 17 Mrd. ausgelöst. Während die CDU/CSU die Mittel für Steuersenkungen verwenden möchte (z.B. für eine vollständige Abschaffung des Solidaritätszuschlages für alle Steuerzahler, eine Senkung der Unternehmenssteuern oder eine Absenkung der EEG-Umlage), macht sich die SPD für eine abermalige Aufstockung der Investitionen stark und hält an ihrem Kurs fest, den Sozialstaat weiter auszubauen (Grundrente).
- Da die Gegenfinanzierung der Grundrente über die Einführung einer Finanztransaktionssteuer höchst fraglich bleibt und in der aktuellen Finanzplanung bis 2023 noch eine globale Minderausgabe von ca. EUR 5 Mrd. pro Jahr (bzw. kumuliert EUR 20 Mrd.) eingestellt ist, scheint der zusätzliche finanzielle Spielraum schon mehr oder minder verplant zu sein. Ob danach noch genügend Spielraum für andere steuerliche Entlastungsmaßnahmen bleiben wird (wie z.B. für eine Senkung der im internationalen Vergleich hohen Körperschaftsteuern, Tarifverschiebungen bei der Einkommensteuer zur Entlastung der Mittelschicht oder die für 2021 versprochene Absenkung der EEG-Umlage zur Kompensation höherer Belastungen durch das Klimapaket), bleibt äußerst fraglich.
- Daher dürften die Spannungen zwischen den Koalitionspartnern aufgrund unterschiedlicher Budgetschwerpunkte in nächster Zeit trotz des besseren Haushaltsergebnisses nicht kleiner, sondern größer werden. Es deutet viel darauf hin, dass die Steuerpolitik eines der zentralen Wahlkampfthemen im Bundestagswahlkampf 2021 werden dürfte.

### Trotz Wirtschaftsflaute schließt der Gesamtstaat auch 2019 mit einem überraschend dicken Haushaltsplus ab, ...

Trotz der expansiven Ausgabenpolitik der Bundesregierung (Sozialausgaben, Investitionen) hat der Gesamtstaat – bestehend aus den Gebietskörperschaften (Bund, Länder, Gemeinden) und den Sozialversicherungsträgern (Renten, Kranken-, Arbeitslosen- und Pflegeversicherung) 2019 das achte Jahr in Folge einen Finanzierungsüberschuss ausgewiesen (in konsolidierter Rechnung nach Daten der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR); Maastricht-Definition) (siehe

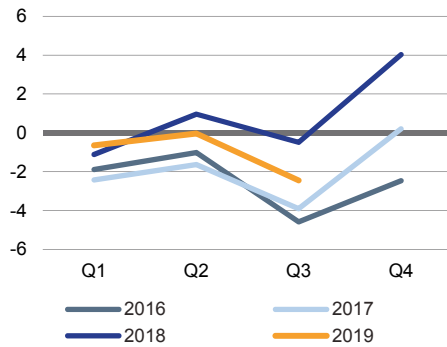


## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

### Schlechtere Finanzlage bei der gesetzlichen Rentenversicherung

5

Gesetzliche Rentenversicherung  
Kumulierter Finanzierungssaldo, EUR Mrd.

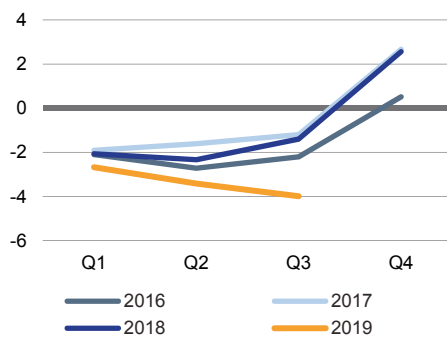


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Gesetzliche Krankenversicherung dürfte 2019 Defizite ausgewiesen haben

6

Gesetzliche Krankenversicherung  
Kumulierter Finanzierungssaldo, EUR Mrd.

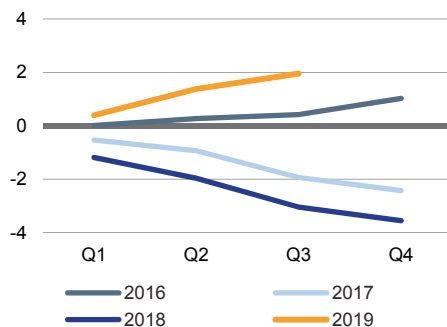


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Finanzlage der Sozialen Pflegeversicherung verbessert sich dank Beitragserhöhung

7

Soziale Pflegeversicherung  
Kumulierter Finanzierungssaldo, EUR Mrd.



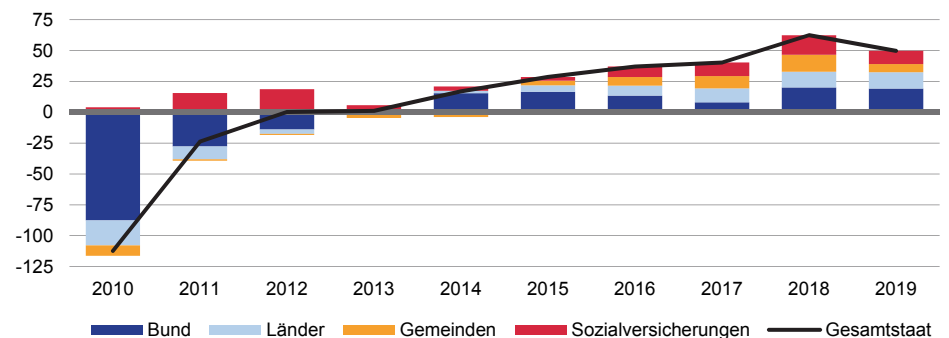
Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Grafik 1). Auch wenn der Staatsüberschuss mit EUR 49,8 Mrd. EUR (1,5% des BIP) deutlich unter dem Rekordwert des Vorjahres blieb (2018: EUR 62,4 Mrd. bzw. 1,9%), ist er vor dem Hintergrund der nach wie vor schwierigen Wirtschaftslage (globale Unsicherheit, Industrierezession) und einer mickrigen Wachstumsrate von nur 0,6% überraschend hoch ausgefallen. Wie schon in den Vorjahren trugen sowohl sämtliche Gebietskörperschaften als auch das Sozialversicherungssystem zum Haushaltsüberschuss bei, wenngleich die Entwicklungen bei den einzelnen Staatsebenen uneinheitlich waren (siehe Grafik 4).

### Deutscher Staatshaushalt schließt auch 2019 mit dickem Plus ab

4

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



Quellen: WEFA, Destatis, Deutsche Bank Research

### ... aber die fiskalische Tendenz zeigt klar nach unten: Die Ausgaben wachsen seit Langem wieder stärker als die Einnahmen

Trotz des erneuten Überschusses bleibt festzuhalten, dass der fiskalische Trend bereits klar nach unten zeigt. Einerseits hat sich das Wachstum der Steuereinnahmen aufgrund der Wachstumsflaute auf nur noch 2,5% abgeschwächt – von zuvor 4,7% (Durchschnitt: 2015-2018). Aber auch das Wachstum der Sozialbeiträge, das sich sogar 2019 aufgrund des anhaltenden Arbeitsmarktbooms (neuer Rekord bei der Erwerbstätigkeit, hohe Lohn-/Gehaltssteigerungen) noch beschleunigen konnte (auf 4,5% nach 4,2% in 2018), dürfte mittelfristig deutlich niedriger ausfallen. Denn schon jetzt zeigen sich zunehmende Angebotsengpässe am Arbeitsmarkt (Fachkräftemangel) und ab Mitte des Jahrzehnts dürfte die Erwerbstätigkeit demografiebedingt sogar schrumpfen. Zusätzlich dazu wachsen die Ausgaben bereits jetzt schon stärker als die Einnahmen (siehe Grafik 2). Insbesondere die Sozialleistungen (+4,9%), aber auch die Bruttoinvestitionen (+8,0%) wurden deutlich ausgeweitet (siehe Grafik 3).

Angesichts der Pläne der Regierung, die öffentlichen Investitionen in den Bereichen Verkehr (Bahnstrecken), Digitales (Glasfaser, Mobilfunk), Klima-/Umweltschutz (steuerliche Förderung energetischer Sanierung und von E-Mobilität, Strukturhilfen im Zuge des Kohleausstiegs) und Forschung & Entwicklung zu stärken, als auch den Ausbau des Sozialstaats weiter voranzubringen (Grundrente), sind auch für die mittlere Frist deutliche Ausgabenzuwächse angelegt.

### Überschüsse der Gemeinden gehen bereits spürbar zurück – Demografie und Leistungsausweitungen belasten die Sozialkassen

Während der Finanzierungsüberschuss auf Bundesebene mit EUR 19,2 Mrd. überraschenderweise nur geringfügig sank (2018: EUR 20,1 Mrd.), nahm er bei den Länderhaushalten um EUR 0,5 Mrd. leicht zu (auf EUR 13,3 Mrd.). Auf Gemeindeebene halbierte sich der Überschuss in etwa auf EUR 6,6 Mrd. (2018:

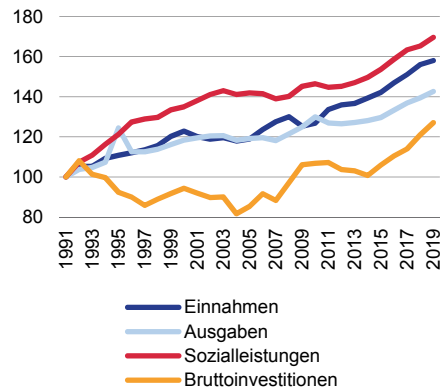


## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

Die staatlichen Sozialleistungen ziehen davon, die Investitionen holen auf

9

Index: 2007=100 (preisbereinigte Werte)



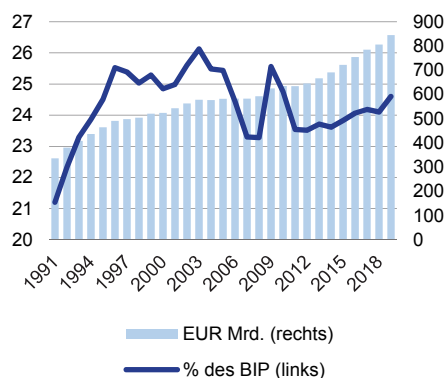
Einnahmen, Ausgaben und Sozialleistungen: Preisbereinigung anhand des BIP-Deflators.

Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Die Sozialleistungsquote des Staates steigt schon seit vielen Jahren wieder

10

Gesamtstaat (VGR)

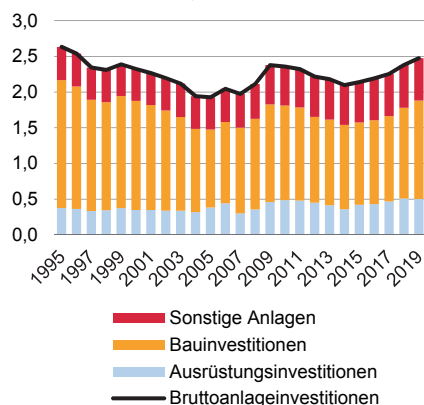


Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Die staatliche Investitionsquote steigt schon seit mehreren Jahren

11

Öffentliche Bruttoanlageinvestitionen, % BIP



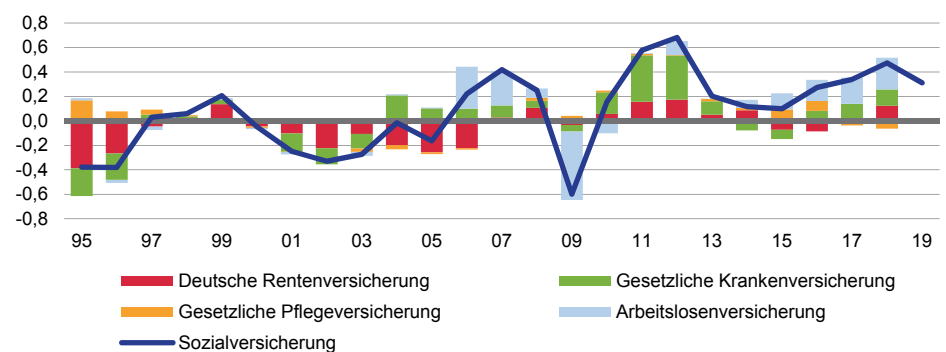
Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

EUR 13,7 Mrd.) (siehe Grafik 4). Auch wenn detaillierte Zahlen aus der VGR zu den Einnahmen und Ausgaben der Gemeinden noch nicht vorliegen, deuten Daten aus der Finanzstatistik (die bis einschließlich Q3 2019 reichen) darauf hin, dass vor allem der hohe Ausgabenanstieg für den Rückgang der Überschüsse verantwortlich gewesen sein dürfte. So legten die Ausgaben im dritten Quartal 2019 gegenüber dem Vorjahreswert mit sehr hohen 7,6% deutlich dynamischer zu als die Einnahmen (4,6%). Der kräftige Ausgabenanstieg dürfte vor allem durch deutlich höhere Sachinvestitionen (+13% gg. Vj.) verursacht worden sein. Darunter fallen u.a. Bauinvestitionen für Verwaltungsgebäude, Schulen, Krankenhäuser und Straßen. Aber auch die Zahlungen für Soziales legten 2019 laut Bundesbank kräftig zu (+4,6% gg. Vj.).

Finanzierungssaldo der Sozialversicherung nach Zweigen

8

% BIP (VGR)



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Das Sozialversicherungssystem, das aufgrund der voranschreitenden Alterung – und des damit bevorstehenden Rückgangs der Erwerbstätigkeit – ab Mitte der 2020er Jahre unter erheblichen Finanzierungsdruck kommen dürfte, verbuchte dank des nach wie vor soliden Arbeitsmarktes (ein nachlaufender Konjunkturindikator) noch einen Überschuss. Allerdings ging dieser auf EUR 10,7 Mrd. zurück (2018: EUR 15,9 Mrd.) (siehe Grafik 4), was wohl u.a. die Folge vergangener Leistungsausweitungen gewesen sein dürfte (Mütterrente, Rente mit 63). Zahlen zu den einzelnen Sozialversicherungsträgern (nach VGR) liegen für 2019 jedoch noch nicht vor.

Allerdings deuten Daten aus der Finanzstatistik darauf hin, dass sich die Finanzlage bei allen sozialen Sicherungsträgern (mit Ausnahme der Pflegeversicherung<sup>1</sup>) verschlechtert hat. So war der kumulierte Finanzierungssaldo der gesetzlichen Renten- und Krankenversicherung in den ersten drei Quartalen 2019 deutlich niedriger als zum jeweiligen Vergleichszeitpunkt 2018 (siehe Grafiken 5, 6 und 7). Dieser schon jetzt sichtbare Abwärtstrend dürfte sich aufgrund zusätzlicher Mehrausgaben (Grundrente, Verlängerung von Kurzarbeitergeld) und des kurz bevorstehenden demografischen Kipppunktes fortsetzen – es sei denn die Regierung steuert rechtzeitig mit Leistungskürzungen, Beitragssatzerhöhungen und/oder einer Verlängerung der Lebensarbeitszeit gegen. Dies deutet sich aktuell aber (noch) nicht an – eher das Gegenteil ist der Fall. So wurde z.B. bei der gesetzlichen Rentenversicherung eine zunächst bis zum Jahr 2025 befristete „doppelte Haltelinie“ eingezogen, die vorsieht, dass der Beitragssatz zur allgemeinen Rentenversicherung nicht über 20% steigt (aktuell: 18,6%) und das Versorgungsniveau nicht unter 48% fällt (aktuell: 48,2%).

<sup>1</sup> Aufgrund der Beitragssatzerhöhung um 0,5% im Jahr 2019 verbessert sich die Finanzlage der Pflegeversicherung zumindest temporär.

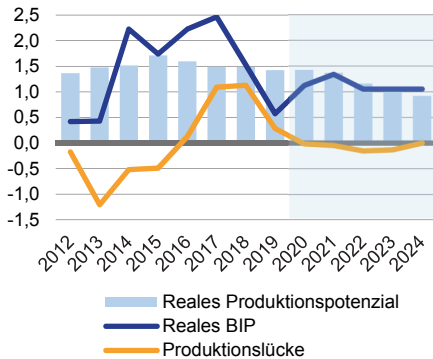


## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

Die Wachstumspotenzialrate wird schon bald deutlich zurückgehen

12

% gg. Vj. bzw. % Produktionspotenzial

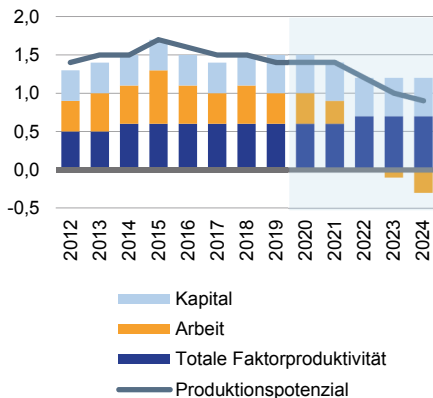


Quelle: Bundesfinanzministerium

Der absehbare Rückgang bei der Erwerbstätigkeit wird das Wachstum belasten

13

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

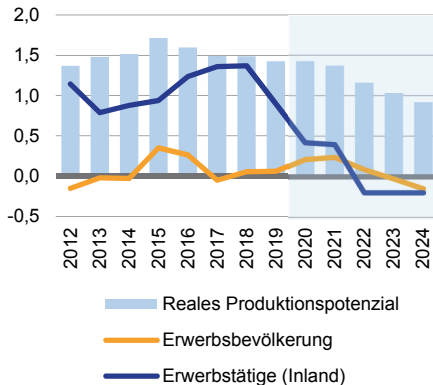


Quelle: Bundesfinanzministerium

Die Erwerbstätigkeit wird schon bald leicht schrumpfen

15

% gg. Vj.



Quelle: Bundesfinanzministerium

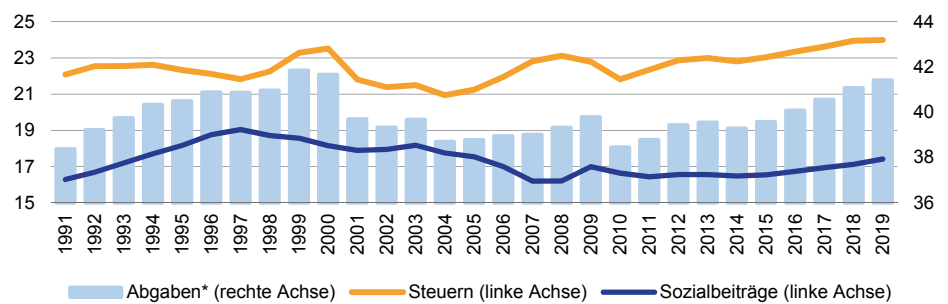
## Finanzpolitischer Kurs bleibt unverändert: Höhere Sozialausgaben und mehr Investitionen, aber kaum Entlastung für die Steuerzahler

Erst kürzlich erneuerte der IWF mehrfach seine Forderung, dass Deutschland seinen fiskalischen Spielraum doch bitte stärker nutzen – sprich mehr Geld ausgeben – sollte, um die inländischen Wachstumskräfte zu stärken. Laut IWF-Chefin Kristalina Georgiewa seien zusätzliche staatliche Investitionen (u.a. in die staatliche Infrastruktur) erforderlich, um Deutschlands Wachstumskräfte langfristig zu stimulieren und den Handelsüberschuss zu senken. Der abermalige und überraschend hohe Finanzierungsüberschuss des deutschen Gesamtstaates ist zweifellos weiteres Wasser auf die Mühlen der Kritiker an Deutschlands angeblich „viel zu restriktiven“ Finanzpolitik. Angesichts des sehr hohen Ausgabenwachstums (insbesondere im Bereich Soziales und Investitionen) (siehe Grafik 3) und der damit einhergehenden expansiven Fiskalpolitik sind derartige Forderungen jedoch nur schwer nachzuvollziehen.

Die Abgabenquote steigt weiter

14

% BIP (Gesamtstaat nach VGR)



\* Steuern und Sozialbeiträge

Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Die Bundesregierung ist in den letzten Jahren vieles schuldig geblieben wie z.B. eine nennenswerte Entlastung bei den hohen Einkommens-/Körperschaftsteuern. Aber zu wenig Geld ausgegeben hat sie wahrlich nicht. Zur Erinnerung: Die Steuerquote erreichte 2019 mit 24% vom BIP einen neuen Rekordwert seit der Wiedervereinigung! Die Abgabenquote, die die Gesamtbelastung aus Steuern und Sozialabgaben misst, steigt schon seit vielen Jahren und liegt heute nur noch leicht unter dem hohen Niveau aus dem Jahr 2000 (siehe Grafik 14). Statt die hohen Haushaltsüberschüsse der letzten Jahre für nennenswerte Entlastungen auf der Einnahmenseite zu verwenden, die ihren Namen auch verdienen, hat die Regierung die Ausgaben immer weiter in die Höhe getrieben.

Angesichts der anhaltend positiven Arbeitsmarktentwicklungen und beträchtlicher Entlastungen auf der Zinsausgabenseite – nach unseren vorläufigen Schätzungen dürfte der deutsche Staat seit 2008 rund EUR 500 Mrd. (ca. 14,5% des BIP) gespart haben – hat sie sich dazu verleiten lassen, den Sozialstaat immer weiter auszubauen<sup>2</sup>. Dabei scheint die Regierung derzeit sogar ihre eigenen Prognosen auszublenden, nach denen die deutsche Volkswirtschaft schon sehr bald – ohne zusätzliche Zuwanderung – auf einen demografischen Kipppunkt zusteuert (siehe Grafik 15). Dieser dürfte Mitte der 2020er Jahre erreicht werden, wenn die „Babyboomer“ aus dem Erwerbsleben ausscheiden und

<sup>2</sup> Ohne den dramatischen Zinsrückgang hätte der deutsche Staat 2019 womöglich ein Defizit von schätzungsweise EUR 25 Mrd. ausgewiesen – statt eines hohen Überschusses von knapp EUR 50 Mrd.

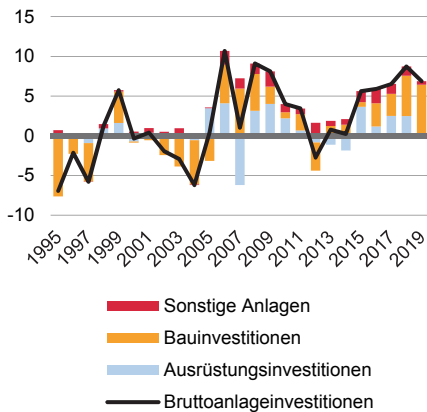


## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

Die öffentlichen Investitionen steigen in nominaler Rechnung kräftig an

16

Wachstumsbeiträge, Prozentpunkte

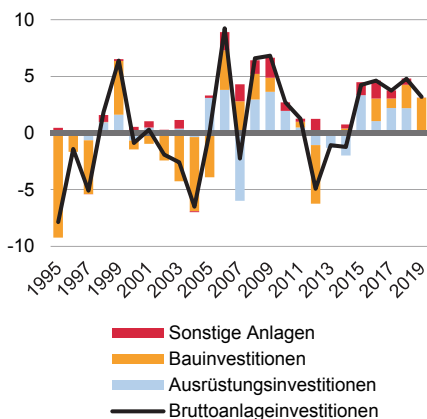


Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Preisbereinigt stagniert jedoch das Wachstum der staatlichen Investitionen

17

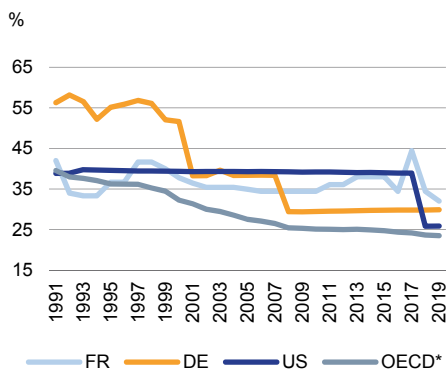
Wachstumsbeiträge, Prozentpunkte



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Gesetzlicher Körperschaftsteuersatz (insgesamt) im int. Vergleich

18



\* Einfacher Durchschnitt

Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

diese die Sozialkassen dann nicht mehr als Beitragszahler stützen, sondern als Rentner belasten werden.

Die rückläufige Erwerbstätigkeit wird dann auch das (reale) Potenzialwachstum nach unten drücken und somit die staatlichen Einnahmen noch zusätzlich über schwächere Steuerzuwächse belasten. Die Regierung geht davon aus, dass sich die Potenzialwachstumsrate bis 2024 von 1,5% auf nur noch 0,9% abschwächen wird. Die Erwerbstätigkeit, die 2019 einen neuen Hochstand von 45,26 Mio. Personen erreichte, dürfte schon ab 2022 leicht zurückgehen (siehe Grafik 15). Damit wird das Sozialversicherungssystem, das derzeit auf den ersten Blick noch relativ gut dasteht, schon sehr bald Finanznöte bekommen. Dies könnte mittelfristig den Druck erhöhen, die aufreißenden Finanzlücken über noch höhere Steuern/Sozialabgaben gegenzufinanzieren. Dies würde die Leistungsanreize weiter schmälern und das Wachstumspotenzial zusätzlich belasten. Letztlich könnte dies zu einer zunehmenden Belastung für die Wettbewerbsfähigkeit und Standortattraktivität der deutschen Volkswirtschaft werden. In puncto Unternehmenssteuern hat Deutschland schon in den letzten Jahren zunehmend an Attraktivität gegenüber anderen wichtigen Industrieländern verloren (siehe Grafik 18). Insgesamt gefährdet die ungebremste Ausgabenpolitik der Regierung (insbesondere im Rentensystem) die wirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit und damit die langfristige Finanzierungsgrundlage des Sozialstaates.

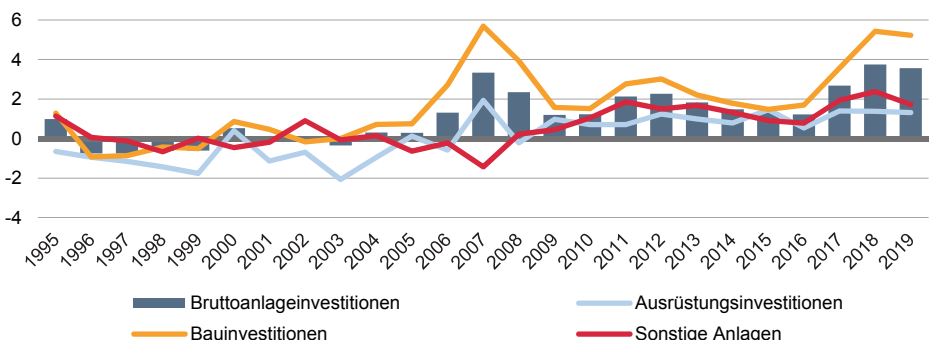
### Höhere Finanzmittel für öffentliche Investitionen treffen auf zunehmende Angebotsengpässe

Schon seit mehreren Jahren wachsen die öffentlichen Investitionen recht kräftig, um u.a. die physische (Verkehrs-) Infrastruktur (wie z.B. Autobahnbrücken, Straßen) zu modernisieren. Allein 2019 wuchsen die staatlichen (Brutto-) Anlageinvestitionen um 6,9% (2018: 8,7%). Die öffentlichen Bauinvestitionen nahmen sogar um 11,6% zu (2018: 9,6%). Das Problem, dass die Modernisierung bzw. der Ausbau der öffentlichen Infrastruktur teilweise nur schleppend vorankommt, liegt offensichtlich nicht an fehlenden Finanzmitteln, sondern an diverseren strukturellen Hindernissen. Dazu zählen vor allem die derzeit sehr hohe Kapazitätsauslastung in der deutschen Bauwirtschaft, aber auch der zunehmende Fachkräftemangel (z.B. an Bauingenieuren), eine dünne Personaldecke in den Kommunen (u.a. Bauämter), aufwändige und langwierige Planungs- und Genehmigungsverfahren sowie Widerstände in der Bevölkerung gegen bestimmte Bauvorhaben bei Bürgerbeteiligungen und mittels gerichtlicher Klagen (wie z.B. bei dem Ausbau von Windkraftanlagen).

Der Preisdruck bei den öffentlichen Investitionen bleibt hoch

19

Implizite Deflatoren für die öffentlichen Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj.



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research



## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

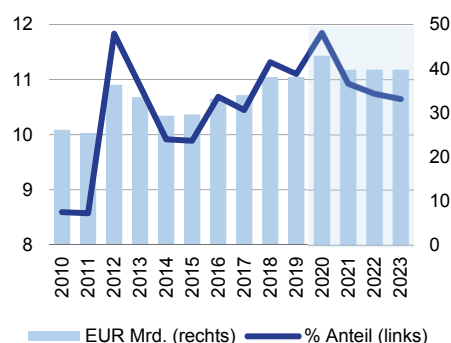
Diese strukturellen Hindernisse können nur über die Zeit beseitigt werden. Die vorgenannten Investitionshemmnisse erklären auch, warum die realen (also preisbereinigten) Investitionen deutlich niedriger wachsen als die nominalen Werte (siehe Grafiken 16 und 17). Ein knappes Angebot (an Baukapazitäten, Ingenieuren etc.) führt letztlich zu Preissteigerungen. Daher würden in der kurzen Frist noch mehr Finanzmittel für öffentliche Bauinvestitionen nicht weiter helfen, sondern lediglich den ohnehin schon hohen Preisauftrieb zusätzlich verstärken (siehe Grafik 19). Vor diesem Hintergrund ist die Forderung der SPD-Spitze nach noch mehr Investitionen in Schulen, Krankenhäuser und Straßen kritisch zu sehen. Nötig ist vielmehr eine Verstetigung der Investitionsmittel über die nächsten 10-20 Jahre. In den jetzigen Budget-Planungen (des Bundes, der Länder und der Gemeinden) sind bereits kräftige Zuwächse bei den Investitionen vorgesehen. Angesichts des anhaltenden Investitionsstaus (allein auf Bundesebene stehen ca. EUR 20 Mrd. an bewilligten Investitionsmitteln zum Abruf bereit) bleibt es jedoch fraglich, ob diese auch tatsächlich in dem gewünschten Maße realisierbar sind.

Klar ist: Nicht die Schwarze Null oder die grundgesetzlich verankerte Schuldenbremse behindern die in manchen Bereichen mittlerweile dringend notwendigen Modernisierungen der öffentlichen Infrastruktur (wie z.B. den Ausbau des öffentlichen Nahverkehrs oder die Verlegung digitaler Netze), sondern die oben genannten strukturellen Hindernisse am Arbeitsmarkt, in der Bauwirtschaft sowie in den Verwaltungs- und Planungsprozessen. Darüber hinaus gefährden vielmehr die langfristig nicht zu finanzierenden Sozialausweitungen/-versprechen der Regierung (Mütterrente, Grundrente, Rente mit 63, Doppelte Haltelinie) die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung und damit auch eine mittel- bis langfristige Verstetigung der öffentlichen Investitionsmittel. Denn die Schuldenbremse wird wohl auch in fünf Jahren noch gelten (außer es finden sich die notwendigen parlamentarischen Zwei-Drittel-Mehrheiten sowohl im Bundestag als auch im Bundesrat zur Abschaffung der Schuldenregel). Daher läuft der Staat Gefahr, seine Ausgaben künftig deutlich auf das Niveau der (niedrigeren) Einnahmen kürzen zu müssen. Dies könnte schließlich auch den Bereich der Investitionen treffen.

Die Investitionen des Bundes sollen laut Finanzplan auf hohem Niveau verstetigt werden

20

Investive Ausgaben des Bundes  
(in Abgrenzung der Finanzstatistik)

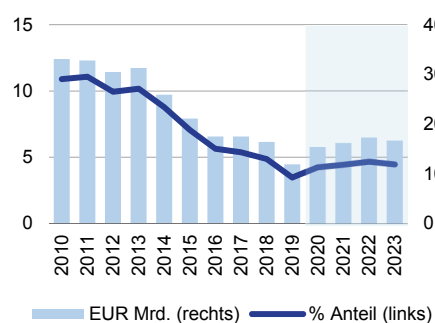


Quellen: Bundesfinanzministerium, Destatis, Deutsche Bank Research

Die Zinsausgaben sind abermals gefallen

21

Zinsausgaben des Bundes  
(in Abgrenzung der Finanzstatistik)



Quellen: Bundesfinanzministerium, Destatis, Deutsche Bank Research

## Unerwartet hoher Überschuss im Bundeshaushalt entzweit Regierung und löst Richtungsstreit über künftige Mittelverwendung aus

Der unerwartet hohe Überschuss im Bundeshaushalt hat in der Bundesregierung einen Richtungsstreit über die Mittelverwendung des zusätzlichen Finanzspielraums ausgelöst. Während die CDU/CSU die Mittel für Steuersenkungen verwenden möchte (z.B. für eine vollständige Abschaffung des Solidaritätszuschlages für alle Steuerzahler, eine Senkung der Unternehmenssteuern oder eine Absenkung der EEG-Umlage), macht sich die SPD für eine abermalige Aufstockung der Investitionen stark und hält an ihrem Kurs fest, den Sozialstaat weiter auszubauen (Grundrente). Ein großer Zankapfel bleibt die Ausgestaltung (Anspruchsprüfung) und Finanzierung der Grundrente. Diese soll zum 1. Januar 2021 eingeführt werden, rund 1,4 Mio. Personen zugutekommen und dürfte anfangs mit rund EUR 1,4 Mrd. pro Jahr zu Buche schlagen. Das Gesetzgebungsverfahren zögert sich derzeit noch hin, gerade vor dem Hintergrund, dass die geplante Gegenfinanzierung der Grundrente über die Einführung einer Transaktionssteuer höchst fraglich bleibt. Laut Presseberichten haben sich die Koalitionspartner jedoch nunmehr zu einer gemeinsamen Lösung durchringen können, sodass die Grundrente wohl wie geplant zum neuen Jahr eingeführt werden kann. In puncto Einkommensteuersenkung zeigt sich die SPD-Spitze neuerdings grundsätzlich gesprächsbereit. Angeregt wurde in diesem Zusammenhang ein mögliches Vorziehen der für den 1. Januar 2021 geplanten Teilabschaffung des Solidaritätszuschlages um sechs Monate. Da Olaf Scholz im Sinne



## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

der Koalitionspartner CDU/CSU weiterhin vehement die Schwarze Null verteidigt, stellt sich zunächst die Frage nach der Höhe des zusätzlichen zu verteilen- den Finanzspielraums.

### Zusätzlicher Finanzspielraum schon weitgehend ausgeschöpft

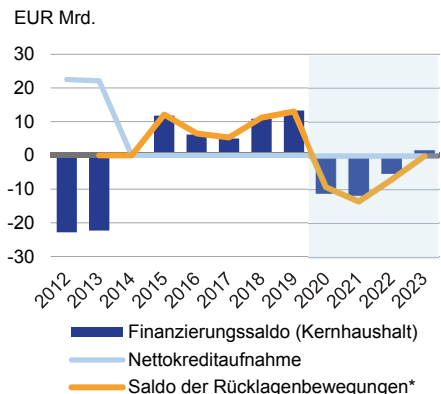
Der Bund hat 2019 einen unerwarteten (Rekord-) Überschuss von EUR 13,5 Mrd. erzielt (in Abgrenzung der Finanzstatistik). Dieser ging sowohl auf unter den Planungen liegende Ausgaben als auch auf höher als veranschlagte Ein- nahmen zurück. Auf der Ausgabenseite wirkten sich vor allem größere Minder- ausgaben in den Bereichen Zinsen (EUR 11,9 Mrd. statt EUR 17,5 Mrd.; 2018: EUR 16,5 Mrd.) (siehe Grafik 21), militärische Beschaffungen (EUR 1,5 Mrd.) sowie Bildung und Forschung (EUR 0,8 Mrd.) dämpfend aus. Die Ausgaben für Investitionen lagen laut BMF in etwa 0,9 Mrd. unter den Planwerten. Auf die Ein- nahmen wirkten sich nicht abgerufene EU-Abführungen über EUR 5,4 Mrd. pos- itiv aus.

Ursprünglich wurde als Soll-Wert ein Finanzierungsdefizit von EUR 5,8 Mrd. an- gepieilt, das größtenteils durch eine Entnahme aus Rücklagen gegenfinanziert werden sollte (EUR 5,5 Mrd.). Auf diese Entnahme konnte jedoch dank des Überschusses verzichtet werden. Stattdessen wurde der Überschuss vollständig zur Aufstockung vorhandener Reserven verwendet. So wurden EUR 13 Mrd. in die „Asylrücklage“ gesteckt (siehe Grafik 22), die nunmehr EUR 48,2 Mrd. be- trägt (ca. 1,4% des prognostizierten BIP für 2020). Weitere EUR 0,5 Mrd. wur- den für die Bildung einer Rücklage zur „Gewährleistung überjähriger Planungs- und Finanzierungssicherheit für Rüstungsinvestitionen“ verwendet.<sup>3</sup> Laut Regie- rung stehen infolge des besseren Haushaltsabschlusses insgesamt rund EUR 17 Mrd. an zusätzlichen Mitteln zur Verfügung. Da die Gegenfinanzierung der Grundrente (diese kostet allein zwischen 2021 und 2023 schätzungsweise rund EUR 4,4 Mrd.) noch in den Sternen steht und in der aktuellen Finanzplanung – die aktuell bis einschließlich 2023 reicht – noch eine globale Minderausgabe von ca. EUR 5 Mrd. pro Jahr (bzw. kumuliert EUR 20 Mrd.) eingestellt ist<sup>4</sup>, scheint der obige Spielraum schon mehr oder minder verplant zu sein.

Dennoch könnte sich laut Finanzminister Scholz noch genug Geld finden, um ein zeitliches Vorziehen der Soli-Teilabschaffung zu finanzieren. Das obere Zehntel der Einkommensteuerzahler würde von einem solchen Vorziehen aber freilich nur stark eingeschränkt profitieren (Körperschaften gar nicht), da es auch dann lediglich bei einer Soli-Teilabschaffung für 90% der Einkommensteuerzah- ler bliebe. Ob danach noch genügend Spielraum für andere steuerliche Entlas- tungsmaßnahmen bleiben wird (wie z.B. für eine Senkung der im internationalen Vergleich hohen Körperschaftsteuern, Tarifverschiebungen bei der Einkom- mensteuer zur Entlastung der Mittelschicht oder die für 2021 versprochene Ab- senkung der EEG-Umlage zur Kompensation höherer Belastungen durch das Klimapaket), bleibt äußerst fraglich. Daher dürften die Spannungen zwischen den Koalitionspartnern aufgrund unterschiedlicher Budgetschwerpunkte in nächster Zeit trotz des besseren Haushaltsergebnisses nicht kleiner, sondern größer werden. Es deutet viel darauf hin, dass die Steuerpolitik eines der zent- ralen Wahlkampfthemen im Bundestagswahlkampf 2021 werden dürfte.

Die Bundesregierung plant mit dauer- haften Defiziten bis mindestens 2022

22



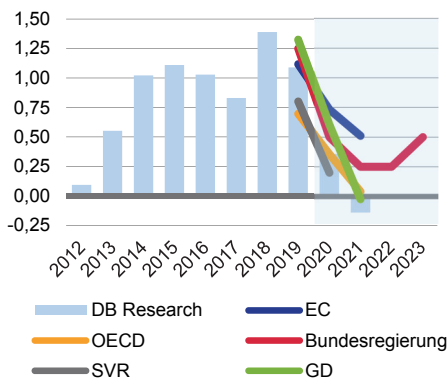
Finanzierungssaldo: ohne Einzahlungen in bzw. Entnahmen aus Rücklagen.  
\* nur Asylrücklage

Quellen: BMF, Deutsche Bank Research

Die Fiskalpolitik bleibt expansiv

23

Struktureller Finanzierungssaldo, % BIP



Quellen: Destatis, Internationale and Nationale Quellen, Deutsche Bank Research

<sup>3</sup> Anstatt Überschüsse zur Schuldentilgung einzusetzen, setzt die Bundesregierung diese weiterhin für die (Gegen-) Finanzierung von Ausgaben bzw. Defiziten in künftigen Haushaltsjahren ein, um auf dem Blatt Papier weiterhin die Schwarze Null halten zu können. Aus Transparenzgesichts- punkten ist dies kritisch zu beurteilen (siehe Ausblick Deutschland „Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde“ vom 4. Oktober 2018).

<sup>4</sup> Um diesen Betrag müssen die Ausgaben unter den jetzigen Planungen noch gekürzt werden.



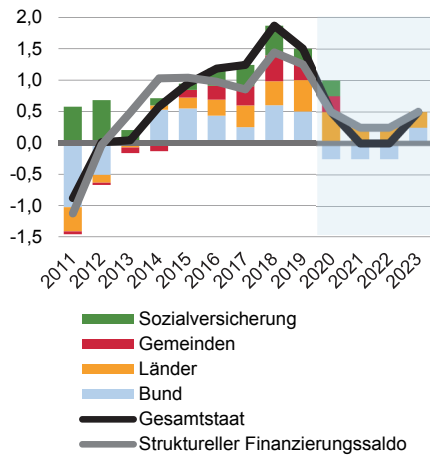
Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

Der Staatsüberschuss dürfte schon 2021 verschwinden

Finanzierungsüberschuss dürfte sich 2021 in Luft aufgelöst haben

24

Finanzierungssaldo (VGR), % BIP



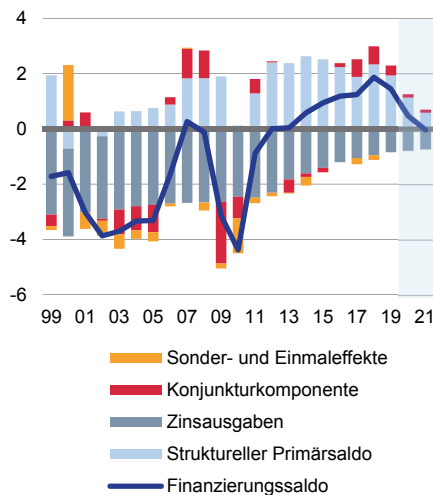
Prognosen: Stabilitätsrat

Quellen: Destatis, Stabilitätsrat, Deutsche Bank Research

Ausblick für die Staatsfinanzen

25

% BIP (Gesamtstaat nach VGR)



Quellen: Destatis, AMECO, OECD, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

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 Wirtschaftsflaute weiter verlangsamen. Aufgrund der anhaltend hohen Zuwächse bei den Primärausgaben des Staates (Sozialleistungen, Investitionen) und moderater Steuererleichterungen (z.B. Teilabschaffung des Solidaritätszuschlags ab 2021) dürften sich die öffentlichen Haushalte in struktureller Betrachtung rasch verschlechtern. Wir gehen davon aus, dass sich der strukturelle Primärsaldo (Haushaltssaldo vor Zinsausgaben) des Gesamtstaates 2020 um 0,8 und 2021 um 0,5 Prozentpunkte vom BIP verschlechtern dürfte. Der Haushaltsüberschuss des Staates dürfte 2020 nur noch 0,5% des BIP betragen und 2021 schließlich gänzlich verschwinden. Der strukturelle Finanzierungssaldo (konjunkturbereinigt und ohne Einmaleffekte) dürfte 2020 nur noch 0,4% des BIP betragen und 2021 sogar leicht ins Minus rutschen (-0,1%) (2019: 1,1%) (siehe Grafik 25). Zum Vergleich: Die Bundesregierung erwartet, dass der strukturelle Finanzierungssaldo 2021/22 bei nur noch rund ¼% des BIP liegen dürfte. Die an der Gemeinschaftsdiagnose beteiligten Wirtschaftsforschungsinstitute gehen davon aus, dass es 2021 keinen strukturellen Haushaltsüberschuss mehr geben wird (siehe Grafik 23).

Trotz dieser Entwicklungen und dank eines negativen Zins-Wachstumsdifferenzials dürften die gesamtstaatlichen Schulden relativ zum nominalen BIP zunächst weiter sinken. Bereits 2019 könnte die Schuldenquote unter die Maastricht-Grenze von 60% des BIP gefallen sein (die Veröffentlichung durch die Bundesbank steht noch aus). Unserer Prognose nach dürfte die Schuldenquote allerspätestens in diesem Jahr weniger als 60% betragen. 2021 könnte sie sogar auf rund 55% zurückfallen. Langfristig sieht das Bild für die öffentliche Verschuldung aber gänzlich anders, sprich deutlich trüber aus. Die Demografie wird die öffentlichen Haushalte und Sozialversicherungen schon ab Mitte dieses Jahrzehnts spürbar(er) belasten. Mit einer gewissen Verzögerung würde dies dann auch den Trend in der Verschuldung (trotz anhaltender Niedrigzinsen) umkehren. Erschwerend kommen noch die hohen Kosten auf dem Weg hin zu einer klimaneutralen Wirtschaft hinzu. Allein der für 2038 geplante Kohleausstieg dürfte zusätzliche öffentlichen Ausgaben im Volumen von mindestens EUR 50 Mrd. nach sich ziehen, die u.a. für Strukturausgleichshilfen, Vorruhestandsregelungen betroffener Kohlearbeiter sowie Entschädigungszahlungen an die Betreiber gezahlt werden sollen. Es gibt viele Gründe, dass die deutschen Staatsfinanzen, die noch mit vollen Kassen ins neue Jahrzehnt gestartet sind, dieses jedoch mit leeren Kassen beenden werden.

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

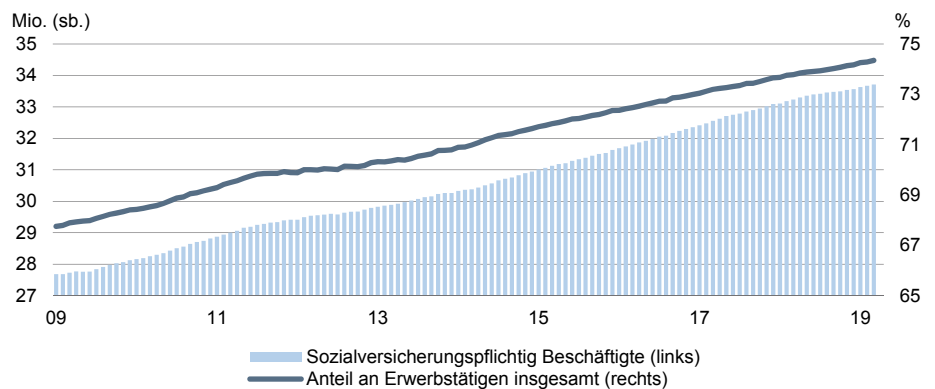


## Deutscher Arbeitsmarkt: Nachlassende Dynamik

Die Erwerbstätigenzahl und insbesondere die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten haben im letzten Quartal 2019 einen weiteren Rekordstand erreicht. Im vierten Quartal wurden 81 Tsd. neue Arbeitsplätze geschaffen, nach nur 41 Tsd. in Q3 und 43 Tsd. in Q2 2019. Obwohl sich der deutsche Arbeitsmarkt nach wie vor in einer guten Verfassung befindet, sind die Bremspuren der Konjunkturabschwächung vor allem im Verarbeitenden Gewerbe unübersehbar.

Weiterhin Wachstum der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung

1



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

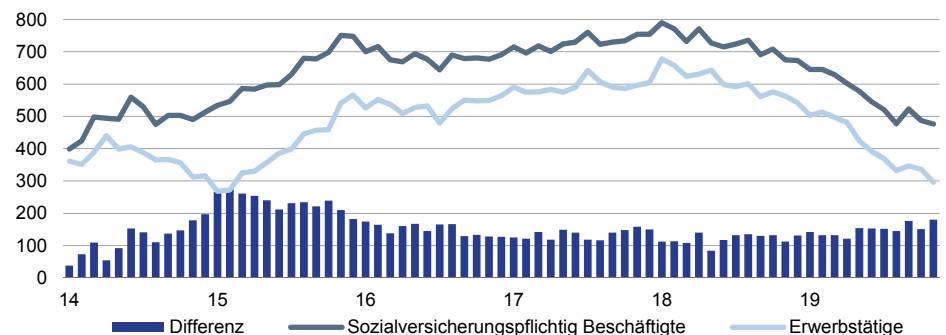
Im Vorjahresvergleich nahm das Beschäftigungswachstum jedoch erwartungsgemäß weiter ab. Im Dezember lag der Anstieg der Erwerbstätigenzahl bei 0,6% gg. Vj. (Q4: 0,7% gg. Vj.) und bei den sozialversicherungspflichtig Beschäftigten im November bei 1,4% gg. Vj. (Q4: 1,5% gg. Vj.). Die sich bereits abzeichnende Abflachung wird im Jahr 2020 anhalten.

Unabhängig von den konjunkturellen Gegenwinden kommen strukturelle Anpassungsprobleme weiter zum Tragen. Für das laufende Jahr erwarten wir eine Zunahme der Erwerbstätigenzahl um etwa 130 Tsd. (+0,3%) nach rund 400 Tsd. in 2019 (+0,9%).

Anhaltender Beschäftigungsaufbau mit nachlassender Dynamik

2

Veränderung gg. Vj., '000 Personen



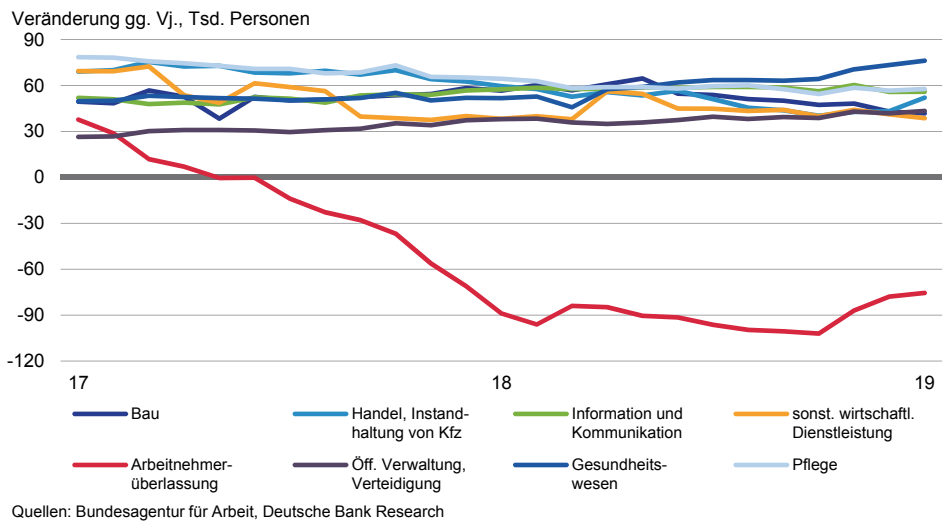
Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Am aktuellen Rand (Daten bis November 2019) ist die Beschäftigung nach wie vor fast ausschließlich bei den Zeitarbeitsfirmen (-76 Tsd. gg. Vj.) zurückgegangen. Im Gesundheitswesen, der Pflege, den Informationsdienstleistungen, wie auch bei den qualifizierten Unternehmensdienstleistungen sowie im Handel und natürlich in der Baubranche gab es im Vorjahresvergleich weiterhin einen nennenswerten Beschäftigungsaufbau.



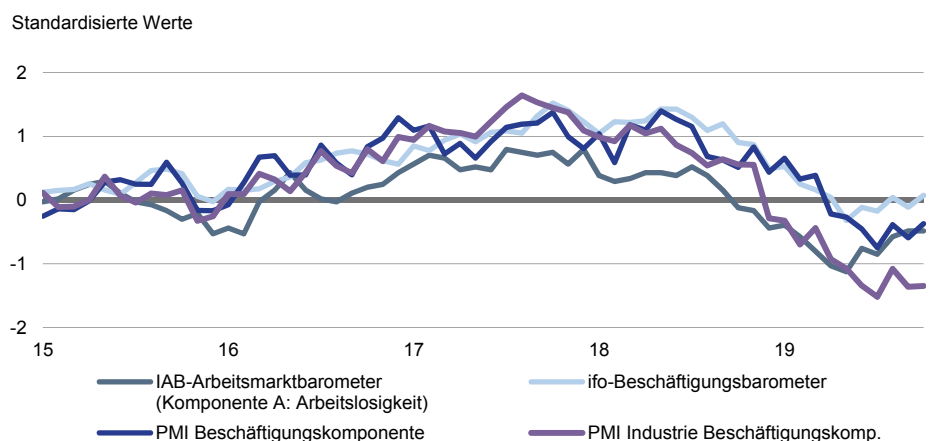
## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

### Veränderung im Bestand an sozialversicherungspflichtig Beschäftigten, ausgewählte Bereiche 3



Die Frühindikatoren des ifo und IAB (Beschäftigungsbarometer) sowie die Unterkomponenten der Einkaufsmanagerindizes (PMI) deuten – trotz ihrer spürbaren Rückgänge – insgesamt noch auf einen vergleichsweise stabilen Arbeitsmarkt. Dabei ist die Entwicklung jedoch zweigeteilt. Die Daten signalisieren einen weiteren Stellenaufbau im Bau und bei den Dienstleistungen, während im Verarbeitenden Gewerbe Stellen wegfallen (Automobilbranche: Nov. -1,8% im Vgl. zum Höhepunkt im Jahr 2018). Insgesamt dürfte der Stellenaufbau jedoch weiterhin überwiegen, allerdings mit einer geringeren Wachstumsrate als in den Jahren zuvor.

### Arbeitsmarktindikatoren: Allgemeine Stabilisierung, aber negative Aussichten in der Industrie 4



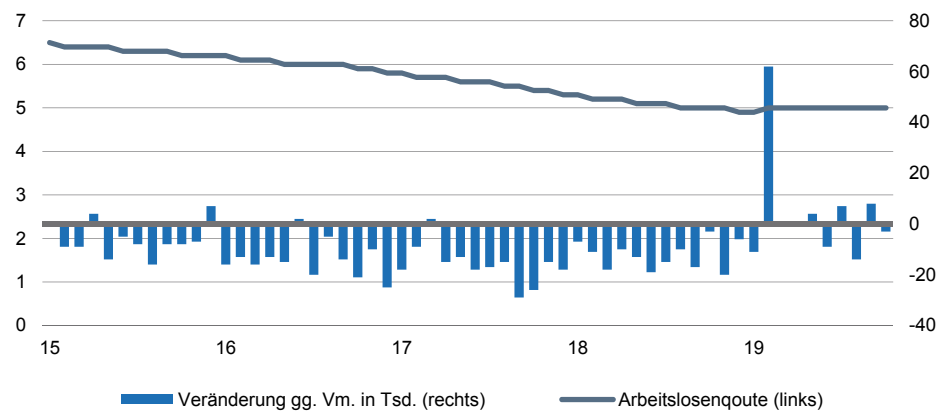
Für die weitere Entwicklung ist entscheidend, wann es vor allem in der exportorientierten Industrie zu einer nachhaltigen Bodenbildung kommt und ob sich der Dienstleistungssektor weiterhin gegen negative Übertragungseffekte der Industrierezession behaupten kann. Nach den jüngsten Umfrageergebnissen zur Beschäftigungskomponente des PMI der Dienstleistungen (Jan. 54,8 nach 53,7 in Q4 und 54,5 in Q3 2019) hat dieser Sektor als Jobmotor wieder an Kraft gewonnen.



## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

Veränderung der Arbeitsmarktlosigkeit gegenwärtig seitwärts gerichtet

5



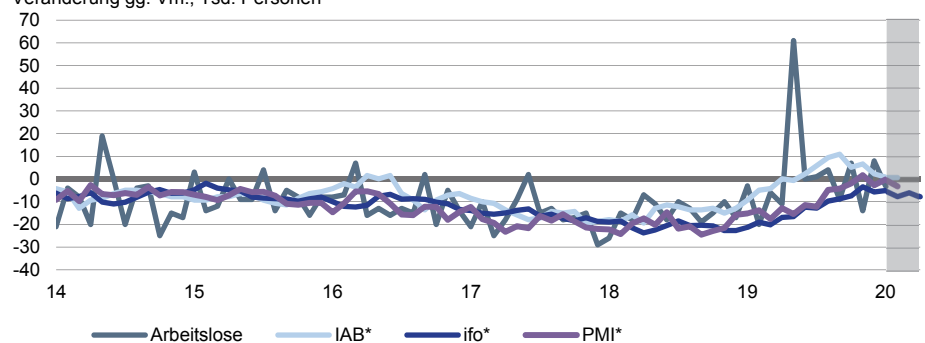
Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Nachdem die Arbeitslosenzahl in den letzten 6 Monaten nahezu stagnierte, dürfte sie in Q1 (-15 Tsd.) wieder leicht abnehmen. Dies setzt allerdings voraus, dass es in der Industrie tatsächlich zu einer Stabilisierung kommt.

Prognosen: Vorlaufende Indikatoren deuten auf leichten Rückgang der Arbeitslosigkeit (s.b.) in Q1 2020

6

Veränderung gg. Vm., Tsd. Personen



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

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

Quellen: ifo, IAB, Bundesagentur für Arbeit

Wir gehen davon aus, dass der Rückgang der Arbeitskräftenachfrage durch mehr Kurzarbeit ausgeglichen wird. Nach Schätzungen der Bundesagentur für Arbeit (BA) wird die Zahl der Kurzarbeiter im Februar allmählich auf 117 Tsd. steigen (107 Tsd. Jan.). Im Vergleich dazu waren es im Februar 2019 nur rund 29 Tsd. Kurzarbeiter (Höchstwert in 2009: 1,4 Mio.).

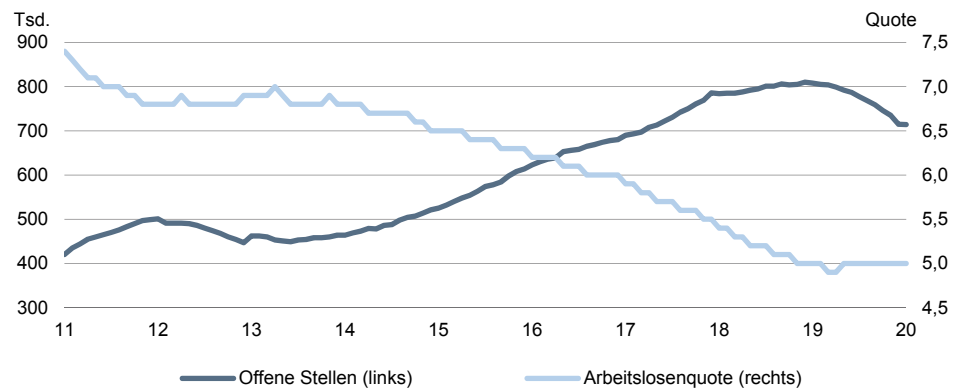
Insgesamt ist der deutsche Arbeitsmarkt nach wie vor in guter Verfassung. Die Anzahl der offenen Stellen – wenn auch langsam schrumpfend (Jan. 713 Tsd. nach 732 Tsd. in Q4 und 768 Tsd. in Q3 2019) – deutet immer noch auf eine starke Nachfrage nach qualifizierten Arbeitskräften hin.



## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

Arbeitsmarkt: Fast Vollbeschäftigung, aber Bremsspuren sichtbar

7



Quelle: Deutsche Bundesbank

Für das Jahr 2020 erwarten wir eine Verlangsamung des Wachstums der Erwerbstätigkeit auf 0,3 % gg. Vj. Die Arbeitslosenzahl dürfte um 50 Tsd. steigen, auf dann gut 2,3 Mio. Das entspricht einem leichten Anstieg der Arbeitslosenquote auf 5,1%.

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



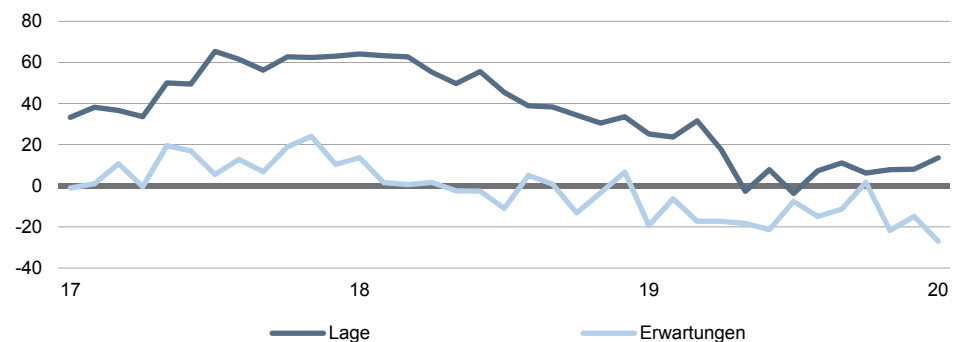
## Deutsche Autokonjunktur: Gemischte Signale

Die Automobilindustrie ist – gemessen am Umsatz – die größte deutsche Industriebranche. Ihre Entwicklung ist ausschlaggebend dafür, wann und in welchem Ausmaß die deutsche Industrie die seit Q3 Quartal 2018 anhaltende Rezession überwinden kann. Die inländische Automobilproduktion (inklusive Zulieferer) sank 2019 um real knapp 12%. Die schwache globale Autonachfrage ist ein Grund hierfür. Hinzu kommt, dass wichtige Automodelle, die in Deutschland produziert werden, 2019 ans Ende ihres Lebenszyklus kamen. Dieser Sondereffekt ist ein Grund dafür, dass die deutsche Automobilindustrie mit ihren internationalen Fertigungsstätten im letzten Jahr besser abgeschnitten hat als die Automobilproduktion in Deutschland. Indikatoren wie die Kapazitätsauslastung oder die Auftragseingänge deuten darauf hin, dass der Tiefpunkt im Konjunkturzyklus erreicht sein könnte. Ein Rückschlag für die deutsche Automobilindustrie wäre es, wenn die USA ihre Zölle auf Autoimporte aus der EU erhöhte. Die Debatte ist immer noch nicht vom Tisch und könnte dazu beigetragen haben, dass die Geschäftserwartungen der Branche zuletzt wieder gesunken sind.

ifo Geschäftsklima in der deutschen Automobilindustrie

1

Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen (%)



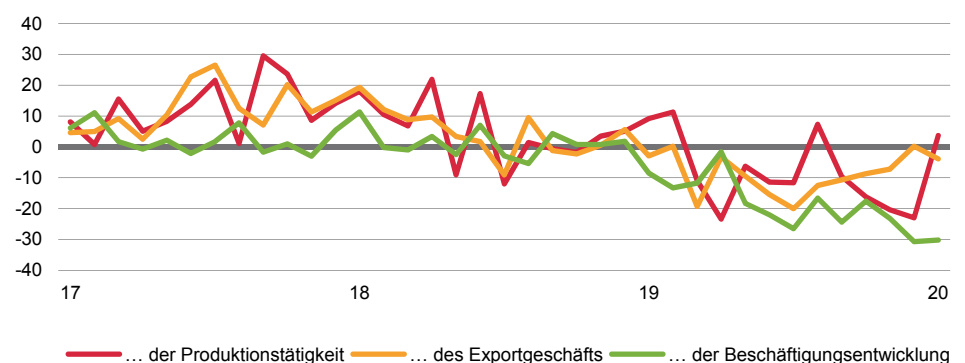
Quelle: ifo

**Grafik 1:** Die Geschäftserwartungen der deutschen Automobilindustrie lagen fast über den gesamten Jahresverlauf von 2019 im negativen Bereich. Zuletzt gaben sie sogar erneut spürbar nach. Aussagen von US-Präsident Trump zu Autozöllen könnten hierbei eine Rolle gespielt haben. Ihre aktuelle Lage schätzen die Unternehmen per Saldo allerdings leicht positiv ein. Der Auftragsbestand in der Branche entwickelte sich zuletzt auf hohem Niveau recht stabil.

ifo-Erwartungen hinsichtlich ...

2

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



Quelle: ifo

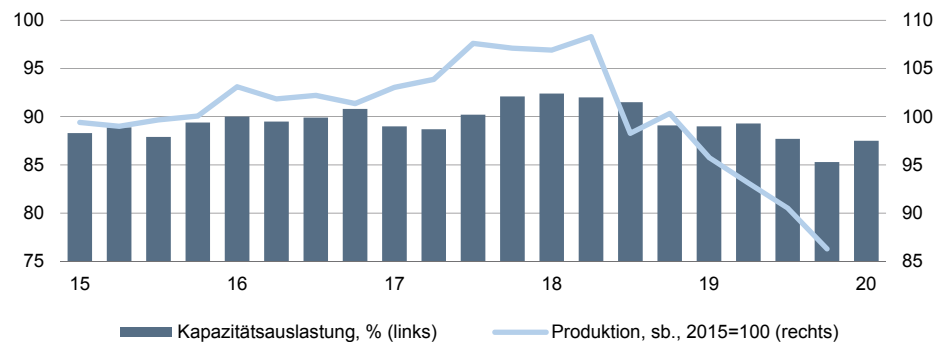


## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

**Grafik 2:** Bei den Unterkomponenten des ifo-Konjunkturtests zeigt sich ein gemischtes Bild. Die Produktions- und Exporterwartungen haben sich zuletzt erholt, ein weiteres Zeichen dafür, dass das Konjunkturtief nah sein könnte. Die Beschäftigungserwartungen waren zu Jahresbeginn jedoch negativ. Die Beschäftigung in der Autoindustrie, ein nachlaufender Indikator, begann Mitte 2019 zu sinken, was sich in den kommenden Monaten fortsetzen dürfte. Ein Grund hierfür ist auch die strukturelle Umstellung auf E-Mobilität.

Produktion und Kapazitätsauslastung in der deutschen Automobilindustrie

3

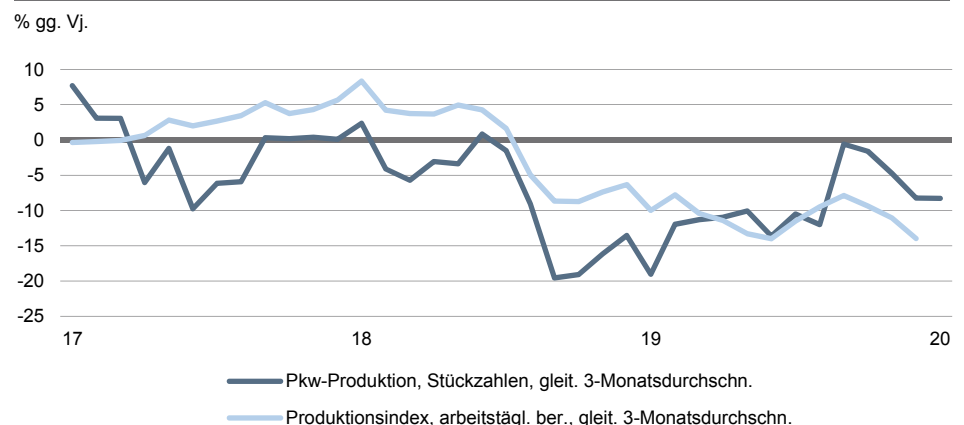


Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

**Grafik 3:** Die Kapazitätsauslastung in der deutschen Automobilindustrie nahm Anfang Q1 2020 deutlich zu, der erste Anstieg seit Q2 2019. Allerdings liegt sie noch unter dem Durchschnitt von 2018. Auch der Anstieg der Auslastung ist ein Indiz für das Erreichen des konjunkturellen Tiefs. Wir erwarten eine leichte Zunahme der globalen Pkw-Nachfrage im Jahr 2020, wobei China die „große Unbekannte“ ist, erst recht nach dem Ausbruch des Corona-Virus, der die Pkw-Nachfrage in China in Q1 stark belasten wird. Unter dem Strich könnten Kapazitätsauslastung und Produktion im 1. Halbjahr 2020 leicht ansteigen.

Automobilproduktion in Deutschland

4



Quellen: Statistisches Bundesamt, VDA

**Grafik 4:** Die stückzahlmäßige Pkw-Produktion in Deutschland lag 2019 durchweg unter dem Vorjahreswert. Sie sank 2019 um 9%. Das Minus fiel beim Produktionsindex, der auch qualitative Komponenten umfasst (z.B. bessere Ausstattung), sogar noch stärker aus (-11,7%). Der Produktionsindex könnte 2020 wegen der Erholung der globalen Autonachfrage leicht steigen. Zudem läuft die Produktion wichtiger Automodelle in Deutschland an. Alles in allem dürfte die Wachstumsrate aber moderat ausfallen. Zudem haben die Abwärtsrisiken nach dem Corona-Ausbruch zugenommen.

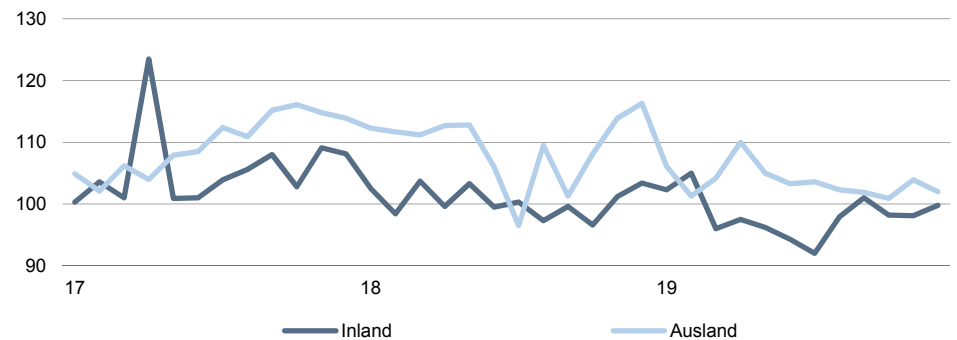


Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

Auftragseingang in der deutschen Automobilindustrie

5

sb., 2015=100



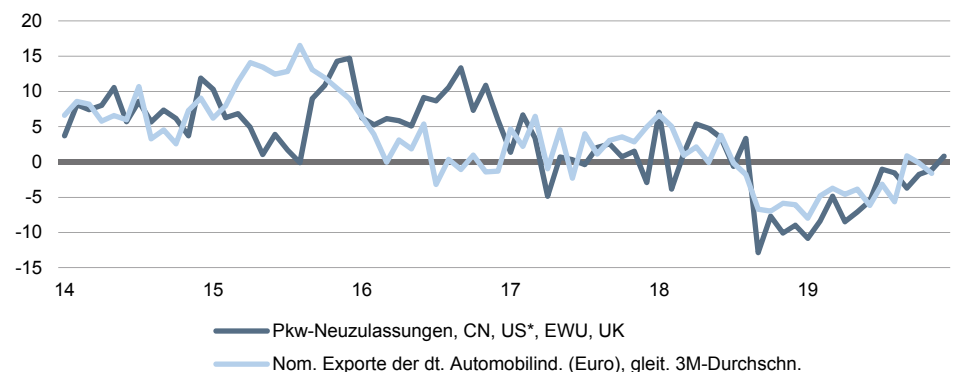
Quelle: Statistisches Bundesamt

**Grafik 5:** Die Auftragseingänge aus dem Inland und die Auslandsbestellungen entwickelten sich in den letzten Monaten recht stabil. Wenngleich die Auslandsaufträge im Dezember enttäuschten, ist dies ein Zeichen für die Bodenbildung im Zyklus. Die Pkw-Neuzulassungen in Deutschland stiegen 2019 um 5% und erreichten das höchste Niveau seit 2009, dem Jahr der Abwrackprämie.

Globale Autonachfrage und Exporte der deutschen Automobilindustrie

6

% gg. Vj.



\* Light vehicles

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

**Grafik 6:** Die schwache Autonachfrage in wichtigen deutschen Exportmärkten seit Jahresende 2018 und im Jahr 2019 belasteten die deutschen Autoexporte. Die Pkw-Exporte sanken 2019 um 13% (Stückzahlen). Allerdings ist eine Erholung der globalen Autonachfrage in Sicht. Vor dem Corona-Ausbruch hatten wir erwartet, dass der Pkw-Absatz in China, der fast zwei Jahre lang rückläufig war, 2020 positiv überraschen könnte. Nun wird der Pkw-Absatz im 1. Quartal durch Corona deutlich gedrückt. Dennoch dürfte ein gewisser Nachholbedarf für Impulse sorgen, sobald das Virus unter Kontrolle ist. Man darf zudem nicht vergessen, dass sich das Konsumentenvertrauen nach Abschluss des ersten Handelsabkommens verbessern könnte. Wir werden die Entwicklung aufmerksam verfolgen. Wir sind aber vorsichtiger für den US-amerikanischen und europäischen Automarkt.

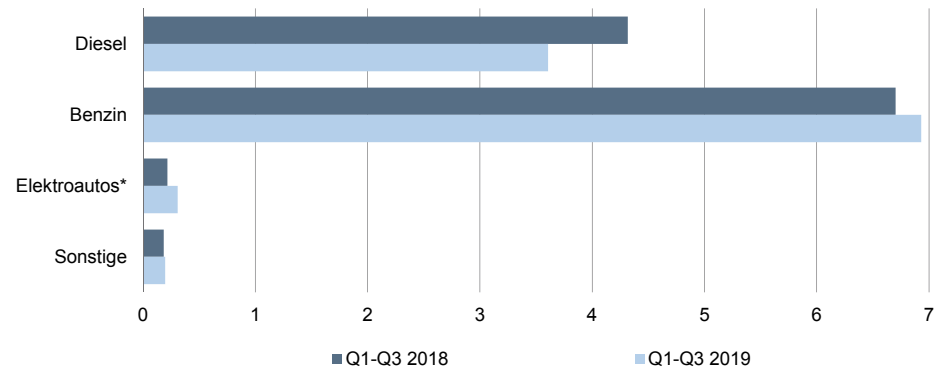


Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

Pkw-Neuzulassungen in der EU nach Antriebsart

7

Mio., Einheiten



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

Quelle: ACEA

**Grafik 7:** Abgesehen vom aktuellen Konjunkturzyklus setzen Autohersteller und Kfz-Zulieferer ihre Anstrengungen fort, die Produktion von Elektrofahrzeugen bzw. entsprechenden Zulieferteilen und Ausrüstungen in ihren Fabriken zu steigern. Immer mehr Modelle befinden sich im Angebot. Bis spätestens 2021 müssen die durchschnittlichen CO<sub>2</sub>-Emissionen aller neu zugelassenen Pkw in der EU auf 95 g/km sinken. Wird dieses Ziel verfehlt, drohen Strafzahlungen für die Automobilindustrie. Bei einem Neuzulassungsanteil von 10 bis 15% kann die Branche als Ganzes diese Strafzahlungen vermeiden; dies wäre gegenüber dem derzeitigen Anteil von weniger als 3% ein enormer Anstieg. Gemessen an der gesamten Pkw-Produktion bleibt der Anteil der Elektrofahrzeuge jedoch auch 2020 noch klein. Insofern schlägt sich dieser evolutionäre Wandel bei den Antriebstechnologien noch nicht so stark in den Produktionszahlen nieder. Grundsätzlich positiv für den Produktionswert ist, dass Elektrofahrzeuge derzeit im Durchschnitt teurer sind als entsprechende Fahrzeuge mit Verbrennungsmotor. Allerdings wird die inländische Produktion dadurch negativ beeinflusst, dass manche Produktionsstätten umstrukturiert werden, um die Produktion von Elektrofahrzeugen hochfahren zu können (Kapazität steht während der Umbauphase nicht vollständig zur Verfügung). Der technologische Wandel stellt die globale (und nicht nur die deutsche!) Automobilindustrie vor große Herausforderungen, denn er wird bislang vor allem durch strenge staatliche CO<sub>2</sub>-Grenzwerte für Pkw und weniger durch Marktkräfte getrieben. Die Autokäufer sind bislang noch zurückhaltend, zumindest solange keine kräftigen Subventionen gewährt werden. Hohen Investitionen steht also ein kleiner Markt gegenüber (in der EU im 1. Halbjahr 2019: 2,4%). Aber noch einmal: Dies ist kein spezifisches Problem der deutschen Automobilindustrie. Die deutsche Automobilindustrie ist aus heutiger Sicht besser für die „elektromobile“ Zukunft gerüstet als der Automobilstandort Deutschland, wo sich in den letzten Jahren einige kostenseitige Standortfaktoren gegenüber anderen Standorten verschlechtert haben (Steuersätze für Kapitalgesellschaften, Löhne, Strompreise).

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



## Berliner Wohnungsmarkt: Mietendeckel dürfte wirtschaftlichen Superzyklus und Immobilienzyklus für einige Jahre entkoppeln<sup>5</sup>

Die wichtigste Botschaft lautet: Wenn der Mietendeckel verfassungskonform ist, verändert sich die Lage für Investoren erheblich. Zumal aufgrund der zukünftigen politischen Mehrheitsverhältnisse die zunächst auf fünf Jahre befristete Regelung im Jahr 2025 verlängert werden könnte. Risikoaverse, kurzfristig orientierte Investoren haben Anreize, den Berliner Markt zu verlassen. Für langfristig orientierte Investoren ist Berlin unserer Ansicht nach weiterhin ein attraktiver Markt.

Ob der Mietendeckel verfassungskonform ist, wird voraussichtlich eine Normenkontrollklage klären. Im Allgemeinen wird erwartet, dass im Herbst 2020 ein Urteil gefällt wird. Es herrscht unter den Juristen Uneinigkeit über das zu erwartende Urteil, entsprechend hoch ist die Rechtsunsicherheit.

Bisherige Regulierungsansätze, wie Mietpreisbremse, Neuregelung des Mietpreispiegels, Wohngipfel, etc., waren Randerscheinungen des deutschen Immobilienbooms. Angesichts der Knappheit an Wohnraum hatten sie bestenfalls einen leicht dämpfenden Effekt auf die Preisanstiege. Mit der Neuausrichtung der Wohnungspolitik der Stadt Berlin und dem Mietendeckel wird ein radikaler Versuch unternommen, marktwirtschaftliche Mechanismen auszuhebeln. Die Entwicklungen in Berlin dürften wohl auch großen Einfluss auf die Wohnungspolitik in Deutschland haben.

Das Hauptanliegen des Senats ist es, die Mieten des gesamten freien Wohnungsmarkts für fünf Jahre einzufrieren. Dazu wurde Ende Januar 2020 der Mietendeckel verabschiedet, welcher voraussichtlich Ende Februar in Kraft tritt. Das Gesetz friert die Mieten rückwirkend auf dem Niveau von Juni 2019 ein.

Damit dürften Mieterhöhungen bis zum Jahr 2021 gesetzlich verhindert werden. Anschließend wären Mieterhöhungen um 1,3% pro Jahr erlaubt. Der Mietendeckel behebt das Kernproblem des knappen Wohnraums nicht. Im Gegenteil, er erhöht die Nachfrage und reduziert das Angebot. Die Zahl der potenziellen Ausweichbewegungen ist groß und könnte das Bemühen des Senats, bezahlbaren Wohnraum zu schaffen, konterkarieren.

Der wirtschaftliche Superzyklus in Berlin setzt sich unvermindert fort. Die Einwohnerzahl steigt, der Arbeitsmarkt boomt und das reale BIP wächst in den letzten Jahren mit fast 4% pro Jahr. Zudem ist Berlin aufgrund seines starken wissensintensiven Dienstleistungssektors vor globalen Risiken geschützt.

Langfristig dürften die negativen Nebenwirkungen des Mietendeckels auf dem Wohnungsmarkt klar hervortreten. Daher erwarten wir keine Verlängerung über das Jahr 2030 hinaus und betrachten Berlin für langfristig orientierte Investoren aufgrund des wirtschaftlichen Superzyklus als weiterhin attraktiven Standort.

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

<sup>5</sup> Kernthesen des Deutsche Bank Research Deutschland Monitor „Berliner Wohnungsmarkt. Mietendeckel dürfte wirtschaftlichen Superzyklus und Immobilienzyklus für einige Jahre entkoppeln“, wird in Kürze erscheinen.



## Private Haushalte in Deutschland Regionale Unterschiede im Bankgeschäft<sup>6</sup>

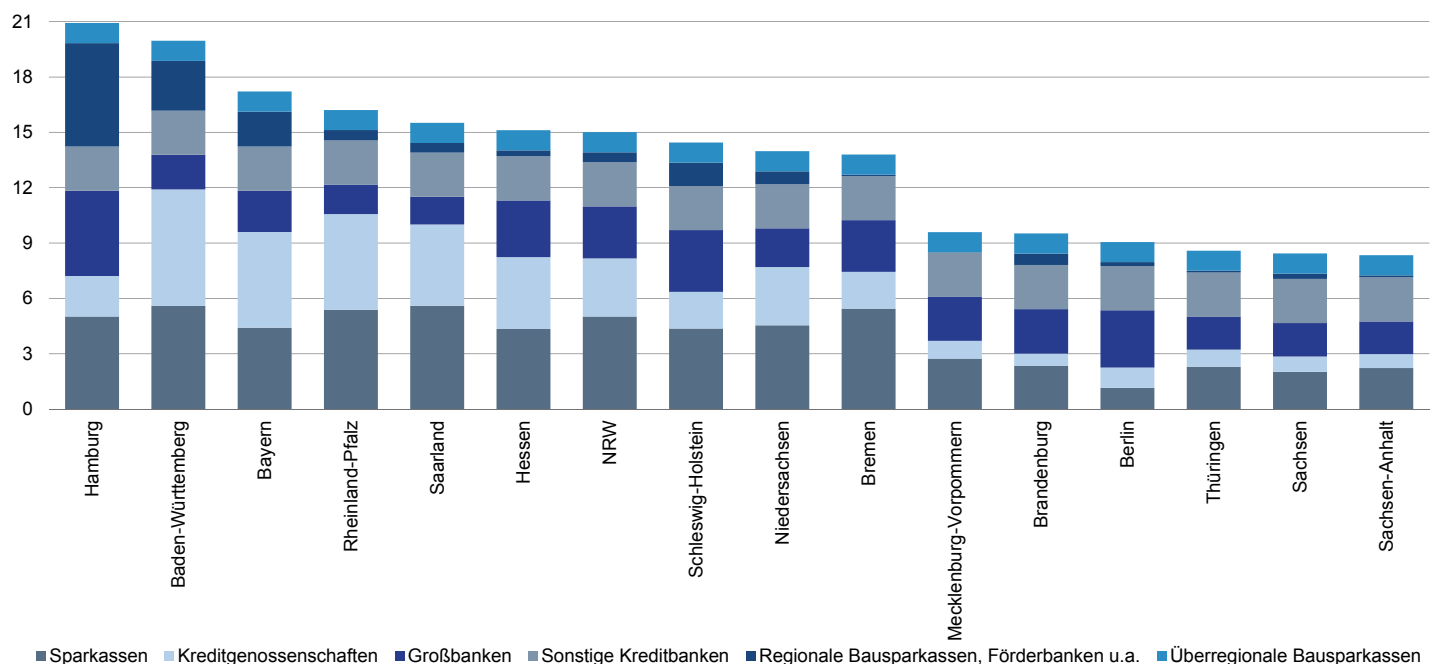
In welchen Bundesländern haben Privatpersonen die meisten Kredite aufgenommen, und bei wem? Dank der regionalen Bankenstatistik der Bundesbank ist es in Deutschland möglich, regionale Unterschiede bei der Kreditaufnahme und bei Bankeinlagen zu erkennen. Außerdem lassen sich regionale Schwerpunkte der einzelnen Bankengruppen herausarbeiten, deren Ursachen teilweise erstaunlich weit in die Vergangenheit zurückreichen.

30 Jahre nach dem Mauerfall ist das Pro-Kopf-Kreditvolumen in Ostdeutschland deutlich niedriger als in Westdeutschland, wo es wiederum ein gewisses Nord-Süd-Gefälle gibt. Beides hängt nicht zuletzt mit der Einkommensverteilung und den Lebenshaltungskosten zusammen. Die Sparkassen als bundesweite Nummer eins im Privatkundengeschäft kommen flächendeckend auf einen Marktanteil bei Krediten von rund 25-35%. Dahinter liegen die Genossenschaftsbanken, deren Marktposition allerdings stark schwankt: Sie haben ihre (historisch begründeten) Hochburgen im Süden und Westen, sind jedoch im Norden und Osten ausgesprochen schwach vertreten. Drittgrößte Bankengruppe sind die privaten Großbanken, die bundesweit recht ausgewogen aufgestellt sind, aber in Ostdeutschland und den Stadtstaaten einen überdurchschnittlichen Marktanteil von in der Regel 20-25% erreichen.

Kredite an unselbstständige Privatpersonen

1

Pro Kopf, in EUR '000, 2018



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

Grundsätzlich ähnlich sieht das Bild auf der Einlagenseite aus. Allerdings haben hier die von Direktbanken dominierten sonstigen Kreditbanken den Großbanken den Rang als bundesweite Nummer drei abgelaufen. Insgesamt ist die Spreizung zwischen den Bundesländern bei der Einlagenhöhe geringer als beim Kreditvolumen. Keine gravierenden regionalen Unterschiede gibt es auch bei der

<sup>6</sup> Zusammenfassung des Deutsche Bank Research Deutschland-Monitors „Regionale Unterschiede im Bankgeschäft“, 19. November 2019

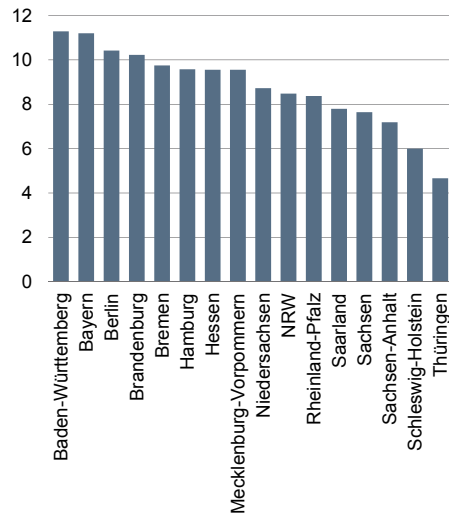


## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

### Einlagenüberhang bei Privatpersonen

2

Pro Kopf, in EUR '000, 2018



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

Art der Einlagen: Den größten Block machen die Sichteinlagen aus, gefolgt von den Spareinlagen und den kräftig geschrumpften Termingeldern.

Die deutschen Banken haben einen hohen Einlagenüberhang im Geschäft mit Privatkunden – einem durchschnittlichen Einlagenvolumen von rund EUR 24.000 pro Kopf steht ein Kreditvolumen von nur etwa EUR 14.900 gegenüber. Die Differenz ist in Ostdeutschland besonders groß, was mit ausgeprägter Risikoscheu oder geringerer Wertpapier-Erfahrung zu tun haben könnte. Insgesamt sind fast nur Sparkassen, Kreditgenossenschaften und sonstige Kreditbanken vom Einlagenüberhang betroffen, die ersten beiden sogar flächendeckend in sämtlichen Bundesländern. Die Sparkassen kommen lediglich auf eine Quote von Krediten zu Einlagen von 52%. Angesichts der gegenwärtigen Negativzinspolitik der EZB ist ein solcher „Anlagenotstand“ besonders problematisch. Bei den Großbanken hingegen übersteigt das Volumen der Kredite das der Einlagen immerhin in drei Bundesländern.

Manche regionale Schwerpunkte der einzelnen Bankengruppen haben sich als sehr langlebig erwiesen. Angesichts der Digitalisierung und dem Bedeutungsverlust der Filialen könnte diese Marktaufteilung jetzt erstmals seit Jahrzehnten wieder fundamental in Bewegung geraten.

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



## (Politischer) Sturm über Deutschland – CDU-Chefin AKK kündigt Rücktritt an

- Annegret Kramp-Karrenbauer (AKK) kündigte überraschend ihren Rücktritt von der CDU-Führung an. Dabei verwies sie auf die unterschiedlichen parteiinternen Auffassungen über den Umgang mit der rechtsextremen AfD und den damit verbundenen politischen Turbulenzen in Thüringen.
- Da die Wahl eines neuen Vorsitzenden / einer neuer Vorsitzenden nur auf einem außerordentlichen Parteitag erfolgen kann, wird ihr Rücktritt nicht sofort wirksam. Laut AKK sollen die Nachfolge und die Übergabe an einen neuen Parteivorsitzenden ab Sommer/Herbst geregelt werden. Auch wenn derzeit große Unsicherheit über den Prozess und mögliche Nachfolger herrscht, erwartet man, dass der oder die nächste CDU-Vorsitzende auch Kanzlerkandidat der CDU bei den Bundestagswahlen 2021 sein wird.
- Die große Frage lautet: Wird dies Friedrich Merz sein, der sich großer Beliebtheit an der CDU-Basis erfreut und regelmäßig ganze Säle füllt? Oder Armin Laschet, der NRW-Ministerpräsident, der politisch als eher gemäßigt eingeschätzt wird und dem daher eher zugetraut wird, die Brücke zu den Grünen für eine mögliche Koalition nach der nächsten Bundestagswahl zu schlagen?

### Was genau ist passiert?

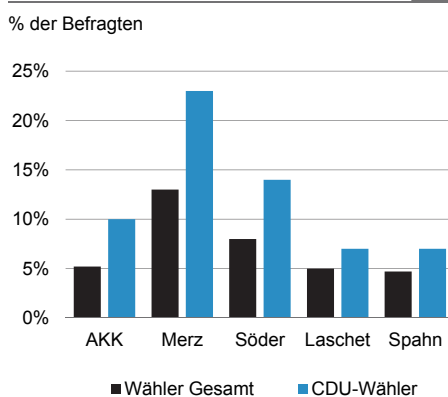
Vergangenes Wochenende zog über Deutschland – genauso wie über weite Teile Nord-/Westeuropas – der schwere Sturm „Sabine“ hinweg und verursachte weitgehende Störungen und große Schäden. Gleichzeitig kam es zu größeren Störungen und Schäden politischer Dimension, die durch einen „Politthriller“ in Thüringen verursacht wurden. Diese Entwicklungen gipfelten im Rücktritt der CDU-Parteivorsitzenden Annegret Kramp-Karrenbauer.

Obwohl der plötzliche Rücktritt viele Beobachter überraschte, kam er nicht gänzlich unerwartet. Zuvor war AKK wegen ihres Umgangs mit der politischen Situation in Thüringen heftig kritisiert worden. Dort kam es in der vergangenen Woche zu einer heftigen politischen Krise, als Thomas Kemmerich (FDP), als Mitglied der kleinsten Fraktion im Landtag, gemeinsam mit den Stimmen von FDP, CDU und der – vor allem in Thüringen teilweise rechtsextremen – AfD zum Ministerpräsidenten gewählt wurde.

Die Wahl eines FDP-Landesvorsitzenden mit Stimmen aus der AfD gilt als politischer Tabubruch, da alle deutschen Parteien der Mitte bisher jegliche Zusammenarbeit mit der Rechtsextremen ausdrücklich abgelehnt haben. Darüber hinaus hat die AfD in Thüringen sogar freimütig zugegeben, dass sie nicht für ihren eigenen Kandidaten gestimmt hat, um die Wahl Kemmerichs herbeizuführen. Darin sahen Beobachter einen politischen Coup, der gleichzeitig die wachsende Bedeutung der AfD unterstreichen und die demokratische Mitte düpierten sollte.

Die CDU-Führung, darunter AKK und Bundeskanzlerin Merkel, kritisierten die Abstimmung des Landesverbandes ihrer Partei in Thüringen scharf. Die Nichtbeachtung von Anweisungen aus Berlin durch den CDU-Landeschef Mike Mohring sowie dessen Weigerung, sich den Forderungen nach Neuwahlen der Parteispitze anzuschließen, nachdem Kemmerich seinen Rücktritt angekündigt hatte, wurde auf mangelnde Durchsetzungskraft und fehlendes Krisenmanagement der Parteivorsitzenden zurückgeführt. Aufgrund der fehlenden Unterstützung der CDU für den beliebten vorherigen Ministerpräsidenten Bodo Ramelow von der Linkspartei bleibt unklar, wie die politische Zwickmühle in Thüringen aufgelöst werden kann.

Mögliche CDU-Kanzlerkandidaten –  
Rückhalt in der Bevölkerung



Quelle: dpa/YouGov

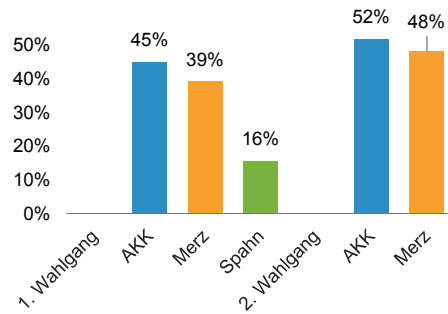


## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

### Was steckt hinter der aktuellen Eskalation?

Ergebnisse der Wahlen zum Parteivorsitz der CDU 2018

(1. und 2. Wahlgang in %)



Quelle: Zeit

Zwar sind die aktuellen Entwicklungen in Thüringen der unmittelbare Auslöser für den Rücktritt AKKs, gleichzeitig war die Reputation der Vorsitzenden schon vorher durch diverse Pannen und Fettnäpfchen angeschlagen. Schlechte Beliebtheitswerte und ein brüchiger Rückhalt in der Partei seitdem sich Bundeskanzlerin Merkel vom Parteivorsitz zurückzog und AKK als präferierte Nachfolgerin etablierte, warfen einen Schatten auf ihre Amtszeit. Letztlich versuchte AKK vergebens, das Profil der CDU zu schärfen, ihre eigene Popularität zu steigern und sich eine Reputation als durchsetzungsstarke Vorsitzende aufzubauen.

Auf dem Parteitag im Dezember 2018 gewann AKK das interne Rennen um den Parteivorsitz gegen ihren Hauptkonkurrenten, den aus dem wirtschaftsliberalen und konservativen Flügel stammenden Friedrich Merz. Allerdings fiel der Sieg mit 52% zu 48% sehr knapp aus (s. Grafik 2). Zwar zeigte sich Merz nach seiner Niederlage durchaus kooperativ, gleichzeitig blieb aber klar, dass er seine Ambitionen auf den Parteivorsitz und eine Kanzlerkandidatur nicht endgültig begraben hatte. So wurde spekuliert, dass die Merz-Anhänger auf dem Parteitag 2019 eine erneute Abstimmung über den Parteivorsitz herbeiführen bzw. den traditionellen Anspruch der Parteivorsitzenden auf die Kanzlerkandidatur infrage stellen könnten. Allerdings wurden derartige Überlegungen unter AKKs Gegenspielern auf dem Parteitag nicht in die Tat umgesetzt, auch weil AKK selbst in ihrer Eröffnungsrede offen eine Art Vertrauensfrage gestellt hatte. Somit ordneten sich die Merz-Befürworter der allgemeinen Parteilinie unter und sahen von etwaigen Revolten gegen die Vorsitzende ab. Die von der CDU demonstrierte Einheit auf dem Parteitag stellte somit keine Lösung für den unterschwellig andauernden Konflikt dar. Stattdessen blieb der oder die Kanzlerkandidat(in) zur Bundestagswahl 2021 weiterhin die unausgesprochene Frage im Raum.

Das Chaos rund um die Wahl in Thüringen kann jedoch nicht allein auf die mangelnde Durchsetzungskraft und Führungskompetenz der Vorsitzenden zurückgeführt werden. So stellte sich der Versuch, den liberalen Flügel der CDU mit den konservativeren Kreisen zu versöhnen, als eine wahre Herkulesaufgabe dar. Die Situation in Thüringen war für AKK letztlich der sprichwörtliche Tropfen, der das Fass zum Überlaufen bringt. Gleichzeitig hat sich hier der grundsätzliche Mangel an programmatischen Konsens innerhalb CDU offenbart, der für die Zukunft der Partei nach dem Ende der Ära Merkel bestimmend sein wird.

### Welche unmittelbaren politischen Konsequenzen sind zu erwarten?

Aus einschlägigen Berichten geht hervor, dass AKK die CDU-Führungsriege vor ihrer Rücktrittserklärung nicht umfassend von ihren Plänen unterrichtet hatte. Dies könnte die bereits schwierige Lage der CDU bzgl. zeitlicher Abläufe bei der Wahl eines Nachfolgers und dem bestehenden Machtvakuum an der Parteitipitze, vor allem mit Hinblick auf die Bürgerschaftswahlen in Hamburg am 23. Februar, weiter verkomplizieren. In Hamburg ist die CDU traditionell eher schwach aufgestellt. Der Stadtstaat wurde in der Vergangenheit mehrheitlich unter Führung der Sozialdemokraten regiert. Auch bei den bevorstehenden Wahlen ist zu erwarten, dass das Rennen ums Rathaus zwischen dem amtierenden Bürgermeister Peter Tschentscher von der SPD und seiner Stellvertreterin Katharina Fegebank von den Grünen entschieden wird. Beide regieren bereits gemeinsam in einer rot-grünen Koalition. Auch wenn die Chancen der CDU und FDP im Hamburg somit ohnehin schon schlecht stehen, könnten die Entwicklungen in Thüringen und Berlin die Position beider Parteien in der Hansestadt weiter verschlechtern.



## Wer wird der/die nächste CDU-Vorsitzende und CDU/CSU-Kanzlerkandidat(in)?

Obwohl AKK erklärte, sie wolle den Prozess ihrer Nachfolge ab Sommer/Herbst organisieren, bleibt unklar inwieweit die anstehenden Entscheidungen und der Zeitplan noch in ihrer Hand liegen. Ein außerordentlicher Parteitag, der für die Wahl eines neuen CDU-Chefs erforderlich ist, kann recht kurzfristig vom CDU-Vorstand einberufen werden. Unabhängig vom Zeitpunkt der Wahl dürften derzeit der ehemalige Vorsitzende der CDU/CSU-Bundestagsfraktion Friedrich Merz und der nordrhein-westfälische Ministerpräsident Armin Laschet die aussichtsreichsten Kandidaten sein (laut deutschen Medien) – auch wenn theoretisch auch andere Kandidaten ihren Hut in den Ring werfen könnten.

— **Friedrich Merz** erfreut sich weiterhin starker Beliebtheit an der CDU-Basis, vor allem bei der Jungen Union. So kündigte er letzte Woche an, seinen Aufsichtsratsposten bei BlackRock in Deutschland aufzugeben, um sich mehr der Politik zu widmen. Merz hatte sich 2009 aus der aktiven Politik zurückgezogen, nachdem er seine Enttäuschung über die Politik von Kanzlerin Merkel zum Ausdruck gebracht hatte. Er kommt wie Laschet aus dem mitgliederstärksten Landesverband der CDU in NRW. Nach seiner Rückkehr in die Politik hatte Merz einen Hype um sich ausgelöst. Vor allem die Junge Union befürwortet eine stärkere Rolle für Merz aufgrund seiner marktfreundlichen und konservativen Positionen. Darüber hinaus könnte er von den Befürchtungen der Konservativen, die den Industriestandort Deutschland zunehmend gefährdet sehen, weiter profitieren. Gerade im Kontrast zur Politik Merkels, die sich in den letzten Jahren zunehmend auf die sozialpolitischen Positionen der SPD zubewegt hat, könnte dies einen Vorteil darstellen.

— **Armin Laschet**, derzeit Ministerpräsident von NRW, wird dagegen als gemäßiger CDU-Politiker gesehen, der es gleichzeitig schafft, eine strikte Innen- und Sicherheitspolitik auf Landesebene durchzusetzen. Darüber hinaus könnte er einem potenziellen grünen Koalitionspartner bei der nächsten Regierungsbildung leichter zu vermitteln sein. Laschet verfügt über mehr als 25 Jahre politische Erfahrung im Bundestag und im Landtag NRW. Bevor er Ministerpräsident einer liberal-konservativen Koalition in NRW wurde, bekleidete er mehrere hohe Partei- und Staatsämter. Darüber hinaus hat er seit Beginn der Koalition mit der FDP im Jahr 2017 eine breite Popularität bei den CDU-Mitgliedern aufgebaut. Seine politischen Ansichten werden dabei als liberal bzw. an der Mitte orientiert eingeschätzt.

— **Jens Spahn**, einer der Kandidaten für den Parteivorsitz auf dem Parteitag 2018, wird wahrscheinlich von einer erneuten Kandidatur für die CDU-Spitze absehen.

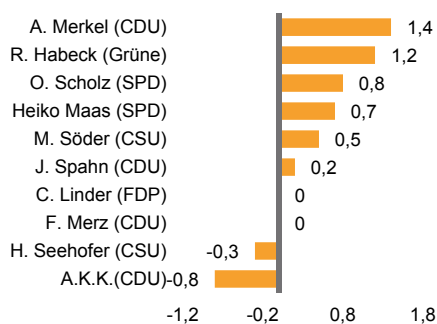
Bei der Ankündigung ihres geplanten Rücktritts betonte AKK explizit, dass der Parteivorsitz und die Kanzlerkandidatur zusammengehören würden. Somit kann man davon ausgehen, dass die Entscheidung über den künftigen Vorsitzenden auch eine Entscheidung über die Kanzlerkandidatur 2021 sein wird.

Bei der Frage nach der Kanzlerkandidatur wird häufig auch der bayerische Ministerpräsident und CSU-Parteichef Markus Söder genannt. Er wies jedoch wiederholt Spekulationen über eine mögliche Kandidatur zurück. Darüber hinaus taten sich Kanzlerkandidaten der CSU in der Vergangenheit schwer, Wähler außerhalb Bayerns für sich zu überzeugen.

Bezüglich ihrer eigenen politischen Zukunft stellte AKK klar, dass mit ihrem Rücktritt vom Parteivorsitz kein Rücktritt vom Amt der Verteidigungsministerin einhergeht. Sie möchte auch nach der Übergabe der Parteiführung im Amt bleiben. Dieses hatte sie erst im vergangenen Sommer von ihrer Vorgängerin, der neuen EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen, übernommen.

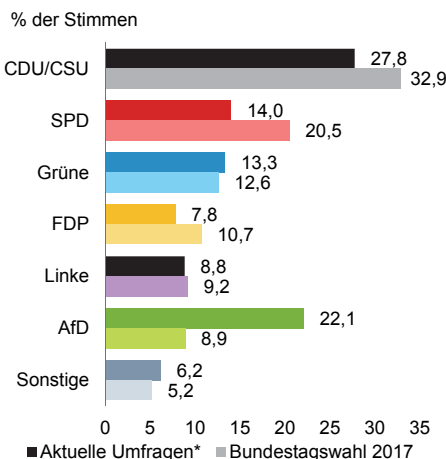
### Beurteilung deutscher Spitzenpolitiker nach Sympathie und Leistung 3

"Was halten Sie von?...?", Skala von +5 (höchste Meinung bis -5 (niedrigste Meinung))



Quelle: Forschungsgruppe Wahlen Politbarometer Jan. 2020

### Aktuelle Stärke der Parteien & Ergebnis der Bundestagswahl 2017 4



\* Durchschnitt der Ergebnisse jüngster Umfragen führender Meinungsforschungsinstitute (Forsa, Kantar, Allensbach, INSA, FG Wahlen, Infratest Dimap)  
Quelle: Wahlrecht.de, 10. Feb. 2020



### Was bedeutet das für die Groko in Berlin?

Wir erwarten nicht, dass die Ereignisse in Thüringen und der Rücktritt der Parteivorsitzenden die Stabilität der großen Regierungskoalition von CDU/CSU und SPD unmittelbar gefährden. Beide Koalitionspartner haben eine intrinsische Motivation, weiteren Schaden zu vermeiden, der durch ein Auseinanderbrechen der Koalition vor der Bundestagswahl 2021 entstehen würde. Bundeskanzlerin Merkel, deren Rolle bei den aktuellen Entwicklungen nach wie vor schwer einzuschätzen ist, bleibt eine der beliebtesten deutschen Politikerinnen. Die Mehrheit der Wähler befürwortet zudem eine Fortsetzung der derzeitigen Regierung bis zum nächsten Urnengang (s. Grafik 3).

Allerdings hat die SPD jüngst einen deutlichen Linksruck vollzogen. Statt den Groko-Befürworter Finanzminister Olaf Scholz an die SPD-Spitze zu wählen, setzte sich bei der Mitgliederbefragung das Groko-kritische Tandem von Norbert Walter Borjans und Saskia Esken durch. Somit würde die Wahl des wirtschafts- und fiskalpolitisch konservativen Merz die Zusammenarbeit in der Koalition sicherlich schwieriger machen. Ein Vorsitzender Laschet könnte hingegen weniger Probleme bei der Zusammenarbeit mit der SPD haben. Gleiches gilt auch für die Zusammenarbeit mit Bundeskanzlerin Merkel, zu der Merz ein angespanntes Verhältnis nachgesagt wird.

Auch wenn Merz gewählt wird, scheint es realistisch, dass er, aufgrund des relativ kurzen Zeitabstands zur Bundestagswahl 2021, eine konstruktive Rolle innerhalb der Koalition übernehmen wird.

Doch auch wenn dies nicht unser Basisszenario ist, könnte die „lieblose Ehe“ zwischen CDU/CSU und SPD noch vor der Wahl im September 2021 geschehen werden. Dazu könnte es etwa kommen, wenn anhaltende Machtkämpfe in der CDU/CSU und in der SPD, das Fehlen klarer Antworten auf den Aufstieg der AfD, sowie das Bedürfnis beider Parteien, sich gegenüber den Wählern deutlicher voneinander abzugrenzen, zu nicht mehr überbrückbaren Differenzen in der Koalition führen. Das Ende der Koalition könnte dann den (umständlichen) Weg zu Neuwahlen oder in eine Minderheitsregierung ebnen.

Barbara Böttcher (+49 69 910-31787, [barbara.boettcher@db.com](mailto:barbara.boettcher@db.com))

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

Hagen Blöcher



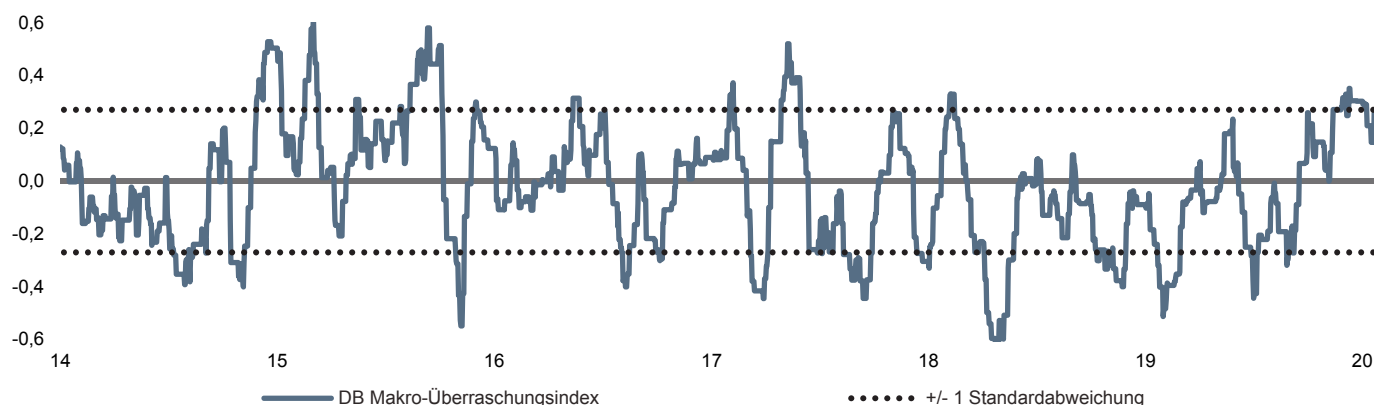
## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

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

#### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen



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

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

#### Letzte 20 veröffentlichte deutsche Konjunkturdaten

Bloomberg Ticker	Indikator	Berichtsmonat	Veröffentlichungsdatum	Aktueller Wert	Bloomberg Konsensus	Überraschung	Standardisierte Überraschung	Quantilsrang
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	11 2019	09.01.2020	1,2	0,8	0,4	0,0	0,7
GRTBALE Index	Handelsbilanz (EUR Mrd.)	11 2019	09.01.2020	18,6	21,3	-2,7	-1,2	0,1
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	11 2019	09.01.2020	24,1	23,8	0,3	-0,2	0,4
GRBTIMMM Index	Importe (% gg. Vm.)	11 2019	09.01.2020	-0,6	0,1	-0,7	-0,3	0,4
GRBTEXMM Index	Exporte (% gg. Vm.)	11 2019	09.01.2020	-2,2	-0,9	-1,3	-0,7	0,2
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	12 2019	16.01.2020	1,5	1,5	0,0	0,2	0,4
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	1 2020	21.01.2020	-9,5	-13,5	4,0	0,5	0,7
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	1 2020	21.01.2020	26,7	15,0	11,7	1,5	0,9
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	12 2019	29.01.2020	-0,7	-0,7	0,0	0,3	0,7
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	1 2020	30.01.2020	-2,0	5,0	7,0	0,1	0,6
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	1 2020	30.01.2020	1,7	1,7	0,0	0,2	0,4
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	12 2019	31.01.2020	-3,3	-0,5	-2,8	-2,0	0,0
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	1 2020	03.02.2020	45,3	45,2	0,1	0,1	0,6
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	1 2020	05.02.2020	54,2	54,2	0,0	0,0	0,5
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	12 2019	06.02.2020	-2,1	0,6	-2,7	-1,3	0,1
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	12 2019	07.02.2020	-3,5	-0,2	-3,3	-2,7	0,0
GRBTEXMM Index	Exporte (% gg. Vm.)	12 2019	07.02.2020	0,1	0,5	-0,4	-0,3	0,4
GRBTIMMM Index	Importe (% gg. Vm.)	12 2019	07.02.2020	-0,7	0,3	-1,0	-0,4	0,3
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	12 2019	07.02.2020	29,4	23,5	5,9	1,4	0,9
GRTBALE Index	Handelsbilanz (EUR Mrd.)	12 2019	07.02.2020	15,2	15,0	0,2	0,0	0,5

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

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



## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
14.02.2020	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.)	Q4 2019	0,0	0,1
21.02.2020	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Februar	45,0	45,3
21.02.2020	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Februar	54,0	54,2
24.02.2020	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Februar	96,1	95,9
25.02.2020	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Details	Q4 2019	0,0	0,1
28.02.2020	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	Februar	1,6	1,7
28.02.2020	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Februar	5,0	5,0
04.03.2020	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Januar	1,8	-3,3
06.03.2020	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Januar	0,5	-2,1
09.03.2020	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Januar	1,6	-2,9
09.03.2020	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Januar	18,6	19,2
09.03.2020	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Januar	0,5	0,1
09.03.2020	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Januar	0,5	-0,7

\*Ilt. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

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

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



## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	1,625	-0,10	0,00	0,75	-0,75	0,00	-0,75	1,50	1,50	0,32	2,25
Mrz 20	1,625	-0,10	0,00	0,50	-0,75	0,00	-0,75	1,50	1,50	0,22	2,25
Jun 20	1,625	-0,10	0,00	0,50	-0,75	0,00	-0,75	1,50	1,50	0,18	2,25
Sep 20	1,625	-0,10	0,00	0,50	-0,75	0,00	-0,75	1,50	1,50	0,15	2,25

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	1,73	0,02	-0,40
Mrz 20	1,75	0,05	-0,40
Jun 20	1,75	0,05	-0,40
Sep 20	1,75	0,05	-0,40

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	1,57	-0,06	-0,41	0,56
Mrz 20	1,75	-0,05	-0,12	0,63
Jun 20	1,70	0,00	-0,16	0,63
Sep 20	1,55	0,00	-0,26	0,60

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,09	109,80	0,85	1,29	1,07	10,55	7,47	10,15	4,27	338,09	25,04
Mrz 20	1,10	112,00	0,87	1,26	1,13	10,50		9,75	4,37	336,00	25,70
Jun 20	1,13	110,00	0,87	1,30	1,15	10,25		9,50	4,32	327,00	25,60
Sep 20	1,17	105,00	0,87	1,34	1,13	10,50		9,75	4,30	330,00	25,55

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



## Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich

Deutschland: Datenmonitor

	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Sep 2019	Okt 2019	Nov 2019	Dez 2019	Jan 2020	Feb 2020
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	99,6	98,5	95,1	95,4		94,7	94,7	95,1	96,3	95,9	
ifo Geschäftserwartungen	95,0	94,8	91,5	92,6		90,9	91,6	92,2	93,9	92,9	
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	98,0	95,1	91,0	91,0		90,5	91,0	90,9	91,2	92,8	
Produktion (% gg. Vp.)	-0,7	-1,9	-0,9	-2,3		-1,4	-1,4	1,0	-2,9		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-4,3	-1,2	-0,8	-0,6		1,0	0,2	-0,8	-2,1		
Grad der Kapazitätsauslastung	86,3	85,3	83,9	82,6	82,9						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	3,7	0,7	0,1	0,3		2,2	-1,3	2,1	-2,8		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	-2,2	-5,7	0,6			4,1	-2,0	14,2			
ifo Bauhauptgewerbe	111,8	113,2	112,8	111,4		112,7	112,0	111,6	110,6	108,6	
<b>Konsumentennachfrage</b>											
<b>EC Konsumentenbefragung</b>											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	1,8	0,2	0,6	-0,7		0,1	-0,7	1,6	-3,3		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	0,2	0,9	6,8	13,7		22,2	12,7	9,7	19,5	-7,3	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-5,4	0,9	-1,1	0,0		0,6	2,4	-2,0	-4,5		
Exporte (% gg. Vp.)	0,6	-1,4	0,6	0,8		1,4	1,5	-2,2	0,1		
Importe (% gg. Vp.)	0,6	-0,9	-0,5	0,7		1,2	0,4	-0,6	-0,7		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	56,3	54,1	57,5	58,2		19,1	20,4	18,5	19,2		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	5,0	5,0	5,0	5,0		5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-33,0	19,7	21,3	-4,3		-9,0	7,0	-14,0	8,0	-3,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,1	1,0	0,8	0,7		0,8	0,7	0,6	0,6		
ifo Beschäftigungsbarometer	102,4	100,6	98,8	99,0		98,9	98,7	99,5	98,9	99,7	
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	1,6	1,6	1,0	1,2		0,9	0,9	1,2	1,5	1,6	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,5	1,5	0,9	1,5		1,0	1,1	1,8	1,7	1,3	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)											
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	1,5	0,2	6,3	5,3		6,7	3,3	3,5	9,2	9,1	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	63,8	68,6	62,1	62,5		62,3	59,7	62,7	65,2	63,4	
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	31,7	33,8	33,7	31,6		31,5	34,0	28,3	32,5	35,1	
EC Unternehmensumfrage	14,4	7,1	2,2	2,7		1,1	2,3	3,1	2,7	3,2	
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	3,1	4,3	2,9								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	3,0	3,3	3,3								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	2,6	4,4	2,9								
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	5,1	4,8	5,1	4,6		5,1	5,1	4,6	4,6		
Trend von M3*						5,4	5,4	5,0	4,8		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	4,1	4,6	4,5	4,9		4,5	4,7	4,8	4,9		
Kredite an öffentliche Haushalte	14,1	5,7	3,1	-5,9		3,1	6,4	9,4	-5,9		

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

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



## Ausblick Deutschland

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

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

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

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

- ▶ Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich ..... 12. Februar 2020
- ▶ 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

© Copyright 2020. 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