



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

1. Juli 2020

Autoren

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

Barbara Böttcher
+49 69 910-31787
barbara.boettcher@db.com

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

Kevin Körner
+49 69 910-31732
kevin.koerner@db.com

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

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

Editor

Stefan Schneider

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

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis

Seite

Prognosen	2
Update zur Corona-Pandemie	3
Wie tief war der Konjunkturabsturz in Q2? ...	5
Öffentliche Finanzen	10
Welthandel: Verstärker Protektionismus	22
Urlaubsreisen in Zeiten von Corona.....	28
Arbeitsmarkt in der Corona-Krise	32
Autoindustrie: Tiefpunkt durchschritten.....	35
Herausfordernde EU-Präsidentschaft	39
EZB weiter auf dem Gaspedal	43
DB Makro-Überraschungsindex	44
Eventkalender	45
Datenkalender	46
Datenmonitor	47
Finanzmarktprognosen	48

Original in englischer Sprache: 26. Juni 2020

Update zur Corona-Pandemie – große Unterschiede zwischen einzelnen Ländern. Global steigt die Zahl der täglichen Neuinfektionen mit COVID-19 recht stetig an. Deutschland und anderen westeuropäischen Ländern ist es gut gelungen, die Infektionsrate dauerhaft zu senken. Andere Länder wie die USA verzeichnen nach wie vor hohe tägliche Neuinfektionen.

Wie tief war der Konjunkturabsturz in Q2? Hochfrequenzdaten zeigen, dass mit der Rückführung der Lockdown-Maßnahmen eine Trendwende in der Wirtschaft stattgefunden hat. Überraschend starke Einzelhandelsumsätze (Mai) haben die Chance erhöht, dass der BIP-Rückgang in Q2 „nur“ einstellig ausgefallen sein könnte. Wir halten bis zu unserem Prognose-Update Anfang August trotz gestiegener Aufwärtsrisiken an der BIP-Prognose von -9% für 2020 fest.

Öffentliche Finanzen: Auf die „Bazooka“ folgt ein „Wumms“ – Berlin geht in die Vollen, um die Wirtschaftserholung zu unterstützen. Angesichts des wirtschaftlichen Ausmaßes der Corona-Krise waren weitere Konjunkturhilfen unumgänglich. Unserer Einschätzung nach ist aber der von dem Paket ausgehende zusätzliche fiskalische Impuls wesentlich kleiner als das genannte Volumen von EUR 130 Mrd. suggeriert.

Welthandel: Verstärkter Protektionismus nach der Corona-Pandemie. Wir erwarten einen Rückgang des globalen Warenhandels um 13,6% im Jahr 2020, gefolgt von 7,5% im Jahr 2021. In Asien erkennen wir eine starke Divergenz zwischen den Schwellen- und Entwicklungsländern, die eine Blaupause für die Volkswirtschaften in Europa und Amerika sein könnte.

Urlaubsreisen in Zeiten von Corona: Weniger, kürzer, vermehrt im Inland. Die Deutschen werden im Corona-Sommer weniger und kürzere Reisen unternehmen als in den Vorjahren. Deutschland selbst und heimatnahe Reiseziele, die mit dem Auto erreicht werden können, profitieren von der Krise. 2020 könnten die Ausgaben der Deutschen im Ausland um 10% bis 20% sinken.

Herausfordernde EU-Präsidentschaft für Deutschland. Am 1. Juli hat Deutschland die EU-Präsidentschaft übernommen. Ursprünglich war vorgesehen, die Beziehungen zwischen der EU und China sowie Initiativen zur Modernisierung der europäischen Wirtschaft für das grüne und digitale Zeitalter in den Fokus zu rücken. Nun geht es v.a. um eine Verbesserung des Krisenmanagements der EU, die Einigung über den Wiederaufbaufonds und den EU-Haushalt sowie ein Abkommen über die Beziehungen zwischen der EU und Großbritannien nach dem Brexit.

EZB weiter auf dem Gaspedal, aktuelle Sitzungsprotokolle unterstreichen die Verhältnismäßigkeit der Ankaufprogramme. Die EZB erweiterte das PEPP-Ankaufvolumen erheblich auf EUR 1,35 Bill., verlängerte die Mindestdauer der Nettokäufe um sechs Monate bis Mitte 2021 und kündigte die Reinvestitionen bis Ende 2022 an.



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

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	-12,0	5,0	1,2	0,3	0,9	3,0	2,1	1,8	-0,6	-13,4	-11,4
Deutschland	0,6	-9,0	4,0	1,3	0,4	0,6	7,8	6,6	6,4	1,5	-9,5	-6,1
Frankreich	1,5	-14,0	6,0	1,3	0,3	0,8				-3,0	-16,2	-13,8
Italien	0,3	-14,0	5,5	0,6	-0,2	0,2				-1,6	-15,9	-12,7
Spanien	2,0	-15,0	6,0	0,8	-0,2	1,2				-2,8	-16,3	-13,2
Niederlande					0,6	1,3						
Belgien					0,1	1,0						
Österreich					1,0	0,8						
Finnland					0,3	1,2						
Griechenland					-0,4	1,8						
Portugal					0,0	0,9						
Irland					0,0	0,7						
Großbritannien	1,4	-11,5	3,0	1,8	0,8	1,1				-2,8	-13,4	-5,7
Dänemark	2,4	-5,9	5,1	0,7	0,3	1,3	7,8	6,2	6,7	3,7	-7,2	-2,3
Norwegen	1,2	-6,3	2,9	2,2	2,4	2,2	4,1	-1,3	0,1	6,2	0,8	3,7
Schweden	1,2	-6,1	4,3	1,7	0,4	1,1	4,2	3,7	4,0	0,5	-5,6	-2,2
Schweiz	1,0	-6,0	3,8	0,4	-0,4	0,6	12,3	7,2	8,8	0,9	-5,1	-1,9
Tschech. Rep.	2,5	-9,9	4,1	2,8	2,8	2,0	-0,4	-2,3	0,5	0,3	-4,4	-2,4
Ungarn	4,9	-5,5	3,2	3,4	2,6	2,4	-0,8	-2,8	-0,6	-2,0	-4,6	-3,2
Polen	4,1	-6,6	3,3	2,3	3,2	2,3	0,5	-2,6	-0,1	-1,0	-7,9	-3,3
USA	2,3	-7,1	2,6	1,8	0,7	1,2	-2,3	-3,5	-3,5	-4,6	-23,6	-11,7
Japan	0,7	-5,9	1,7	0,5	-0,2	0,5	3,6	3,8	4,2	-4,1	-14,5	-9,5
China	6,1	1,1	8,4	2,9	2,8	2,0	1,0	1,4	1,2	-4,9	-6,7	-4,0
Welt	3,1	-5,0	4,8	3,0	2,5	2,5						

*Inflationsdaten für EU-Länder basieren auf harmonisierten Verbraucherpreisindizes. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen.

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

Prognosen Deutschland: BIP-Wachstum nach Komponenten, % gg.Vq., Jahresdaten % gg.Vj.

	2018				2019				2020P				2021P			
	Q1	Q2P	Q3P	Q4P	Q1	Q2P	Q3P	Q4P	Q1	Q2P	Q3P	Q4P	Q1	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	1,5	0,6	-9,0	4,0	-2,2	-14,0	6,0	2,5	1,5	1,3	1,0	1,1				
Privater Konsum	1,3	1,6	-10,0	7,0												
Staatsausgaben	1,4	2,6	6,8	0,4												
Anlageinvestitionen	3,5	2,6	-9,3	6,0												
Ausrüstungen	4,4	0,6	-20,7	10,7												
Bau	2,5	3,9	-3,2	3,7												
Lager, %-Punkte	0,3	-0,9	-0,3	-0,4												
Exporte	2,1	0,9	-14,0	6,0												
Importe	3,6	1,9	-9,8	5,7												
Nettoexport, %-Punkte	-0,4	-0,4	-2,6	0,3												
Konsumentenpreise (HVPI)	2,0	1,3	0,4	0,6												
Arbeitslosenquote, %	5,2	5,0	6,6	6,4												
Industrieproduktion*	1,1	-4,2	-12,0	11,0												
Budgetsaldo, % BIP	1,9	1,5	-9,5	-6,1												
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	61,9	59,8	75,9	80,4												
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,4	7,8	6,6	6,4												
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	241,4	267,1	206	210												

* Verarbeitendes Gewerbe (NACE C)

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



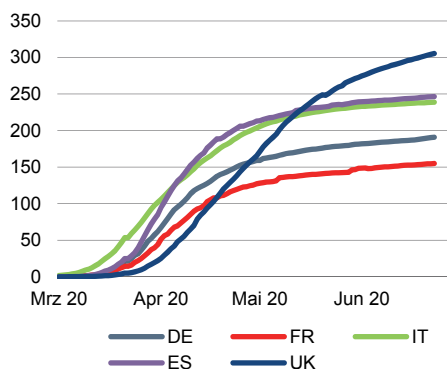
Update zur Corona-Pandemie – große Unterschiede zwischen einzelnen Staaten

- Global steigt die Zahl der täglichen Neuinfektionen mit COVID-19 recht stetig an. Die Pandemie ist daher noch lange nicht vorbei oder unter Kontrolle.
- Wir unterscheiden drei verschiedene Ländergruppen bezüglich ihres aktuellen Infektionsgeschehens: (1) Länder, denen es bislang gelungen ist, die Infektionsrate dauerhaft zu senken und dadurch die erste Welle einzudämmen. (2) Länder, die nach wie vor eine hohe Wachstumsrate bei den täglichen Neuinfektionen verzeichnen und sich noch in der ersten Welle befinden. (3) Länder, die sich derzeit mit einer zweiten Infektionswelle konfrontiert sehen, nachdem sie zuvor bereits in der Lage waren, die täglichen Infektionszahlen deutlich zu senken.
- Deutschland und andere westeuropäische Länder zählen zur ersten Gruppe. Die USA, Brasilien oder Indien gehören der zweiten Gruppe an.

Kontinentaleuropa war erfolgreicher beim Abflachen der Kurve als UK

1

Kumulierte bestätigte COVID-19-Fälle, '000

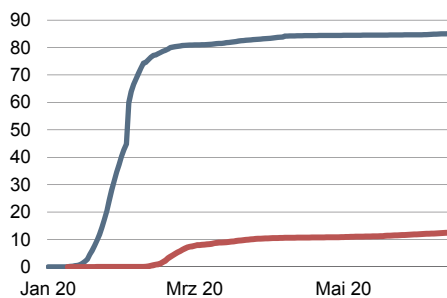


Quelle: WHO

China und Südkorea erfolgreich im Kampf gegen das Coronavirus

2

Kumulierte bestätigte COVID-19-Fälle, '000



Quelle: WHO

Die Corona-Pandemie ist bei Weitem noch nicht vorbei

Auf globaler Ebene steigt die Zahl der täglichen Neuinfektionen mit COVID-19 weiter an. Die Pandemie ist also bei Weitem noch nicht vorbei oder unter Kontrolle. Zuletzt überstieg die Zahl der bestätigten Infektionen weltweit die Marke von 10 Mio. Menschen. Mehr als 500.000 Menschen sind inzwischen im Zusammenhang mit COVID-19 gestorben. Gleichwohl waren einzelne Staaten seit Beginn des Ausbruchs sehr unterschiedlich von der Corona-Krise betroffen. Wir unterscheiden drei verschiedene Ländergruppen bezüglich ihres aktuellen Infektionsgeschehens:

- Länder, denen es bislang gelungen ist, die Infektionsrate dauerhaft zu senken und dadurch die erste Welle einzudämmen.
- Länder, die nach wie vor eine hohe Wachstumsrate bei den täglichen Neuinfektionen verzeichnen und sich noch immer in der ersten Welle befinden.
- Länder, die sich derzeit mit einer zweiten Infektionswelle konfrontiert sehen, nachdem sie zuvor bereits in der Lage waren, die täglichen Infektionszahlen für längere Zeit deutlich zu senken.

Gruppe 1: (West-) Europa, China, Südkorea, Japan, Australien, Kanada

In den letzten Wochen ist es den meisten westeuropäischen Ländern – darunter Deutschland – gelungen, die Wachstumsrate der täglichen Neuinfektionen auf einem relativ niedrigen Niveau zu stabilisieren. Trotz des kontinuierlichen Wiederhochfahrens des wirtschaftlichen und sozialen Lebens sowie der weitgehenden Aufhebungen der Reisebeschränkungen innerhalb der EU, ist die Zahl der akut an COVID-19 erkrankten Menschen recht stetig gesunken. Engpässe im Gesundheitssektor (z.B. Verfügbarkeit von Intensivbetten) sind derzeit nicht zu beobachten. Zudem wurden die Testkapazitäten erhöht. Auf Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und andere kontinentaleuropäische Länder trifft diese Beschreibung zu. Großbritannien schaffte es erst etwas später als die zuvor genannten Länder, die Infektionskurve abzuflachen. Außerhalb von Europa haben China, Südkorea, Japan, Australien und einige andere Länder die Corona-Krise ähnlich gut oder sogar besser in den Griff bekommen als Westeuropa. Dennoch treten auch hier auf niedrigem Niveau neue Fälle auf.

In Deutschland gab es in den letzten Tagen lokal begrenzte Ausbrüche, etwa im Umfeld von fleischverarbeitenden Betrieben. Daher nahm die Zahl der täglichen

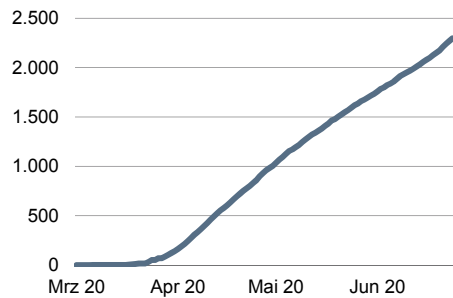


Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Anhaltende Zunahme von Neuinfektionen in den USA

3

Kumulierte bestätigte COVID-19-Fälle, '000

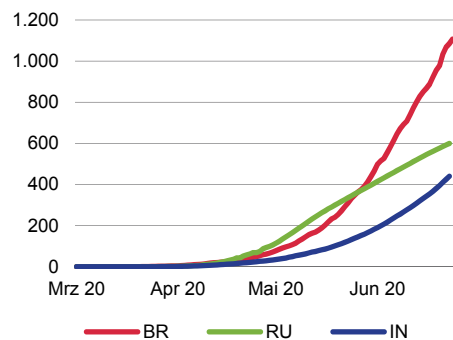


Quelle: WHO

Starker Anstieg der Neuinfektionen in den Schwellenländern

4

Kumulierte bestätigte COVID-19-Fälle, '000

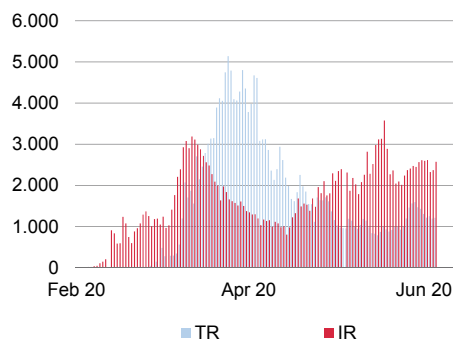


Quelle: WHO

Zweite Welle im Iran

5

Tägliche bestätigte COVID-19-Fälle



Quelle: WHO

Neuinfektionen zuletzt zwischenzeitlich wieder zu. Maßnahmen zur Nachverfolgung der Infektionskette durch die Gesundheitsämter sowie Quarantäneregeln haben jedoch bislang eine regionale Ausbreitung über die lokalen Hotspots hinaus verhindert. Das Risiko einer nationalen zweiten Infektionswelle schätzen wir daher als gering ein. Viele Stadt- und Landkreise haben in den letzten Tagen keine oder nur wenige Neuinfektionen gemeldet.

Gruppe 2: USA, Lateinamerika, Indien, Russland, Afrika und andere

Obwohl die ersten COVID-19-Fälle in vielen Ländern der zweiten Ländergruppe bereits im Februar festgestellt und zwischenzeitlich spürbare Lockdown-Maßnahmen ergriffen wurden, haben diese Länder die Infektionskurve auf nationaler Ebene noch nicht dauerhaft abgeflacht, zumindest nicht in jenem Ausmaß, wie dies in Westeuropa, China oder Südkorea gelungen ist. Die USA sind das Land mit der höchsten Zahl an bestätigten COVID-19-Fällen (2,6 Mio.) und Todesfällen (annähernd 130.000). Während einige US-Bundesstaaten wie New York, New Jersey, Massachusetts oder Illinois die Wachstumsrate der täglichen Neuinfektionen unter 0,5% gedrückt haben (ähnlich wie Westeuropa), ist in anderen Staaten wie Kalifornien, Texas oder Florida noch kein Abflachen der Infektionskurve zu beobachten. Es geht hier also nicht um eine zweite Infektionswelle, sondern diese Staaten befinden sich noch immer in der ersten Welle. Tatsächlich hat sich zuletzt die Zahl der täglichen Neuinfektionen in manchen Bundesstaaten und sogar auf nationaler Ebene sogar beschleunigt. Gleichzeitig wurden in manchen Staaten die Lockdown-Maßnahmen zurückgefahren, obwohl die Zahl der aktiven Fälle weiter steigt.

Neben den USA verzeichnen Lateinamerika (Brasilien, Peru, Chile, Mexiko), Indien, Russland, Pakistan, Saudi-Arabien und viele afrikanische Länder (z.B. Südafrika, Ägypten) hohe tägliche absolute Neuinfektionen bzw. Wachstumsraten. Zu den positiven Botschaften zählt, dass die Zahl der Genesenen die Zahl der an COVID-19 akut Erkrankten in vielen dieser Länder inzwischen übersteigt (jedoch nicht in den USA). In Russland sinkt die Zahl der täglichen Neuinfektionen, allerdings auf recht hohem Niveau. Schweden gehört ebenfalls der zweiten Ländergruppe an, da hier die täglichen Neuinfektionen tendenziell steigen.

Wir erwarten, dass sich die wirtschaftliche Entwicklung in der zweiten Ländergruppe länger verzögert als in der ersten Gruppe. Die schleppende Erholung wird ebenfalls den Welthandel sowie Deutschlands Exporte dämpfen.

Gruppe 3: Iran, Israel, Bulgarien – Risiken in einigen Ländern

Einige Staaten hatten es geschafft, die Wachstumsrate der täglichen Neuinfektionen zeitweise deutlich zu senken, sehen sich nun aber mit einem Anstieg der Wachstumsrate oder einer höheren Zahl an Neuinfektionen konfrontiert. Diese Zuwächse sind nicht (ausschließlich) auf lokale Ausbrüche zurückzuführen, sondern zu einem großen Teil Folge der Lockerungsmaßnahmen. Der Iran ist ein typisches Beispiel für eine solche Entwicklung. Allerdings können zweite Wellen auch in kleineren Ländern beobachtet werden. So lagen die täglichen Neuinfektionen in Bulgarien oder Israel in den letzten Tagen über dem Niveau von Mitte Mai. In der Türkei war Mitte Juni ein erneuter Anstieg zu verzeichnen. Allerdings ist es wohl zu früh, in diesem Fall von einer zweiten Welle zu sprechen. Kroatien verzeichnete zwischen Ende Mai und Mitte Juni durchschnittlich weniger als eine Neuinfektion pro Tag. Zuletzt schnellte die Zahl der Neuinfektionen wieder auf zweistellige Werte hoch. Der Hauptgrund dürfte jedoch in einem lokalen Ausbruch liegen. Letztlich zeigt sich jedoch, dass zweite Wellen nicht auszuschließen sind, solange das Virus existiert.

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



Wie tief war der Konjunkturabsturz?

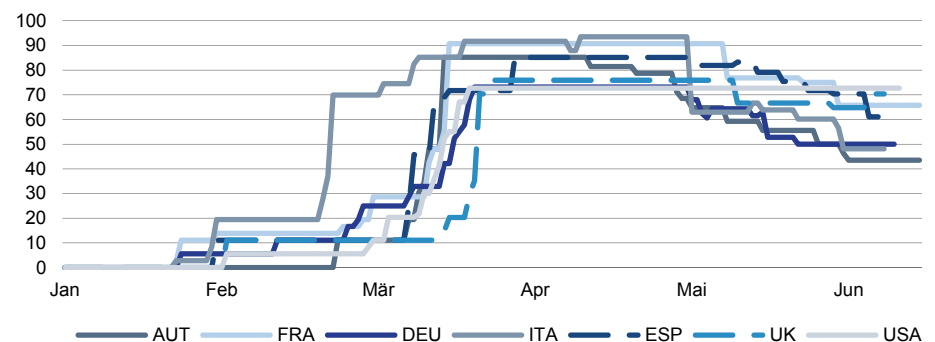
- Hochfrequenzdaten, die die Wirtschaftsaktivität auf täglicher Basis abbilden, legen nahe, dass Ende April, als die Lockdown-Maßnahmen allmählich wieder gelockert wurden, eine Trendwende in der Wirtschaft stattgefunden hat. Mit dem überraschend starken Anstieg der Einzelhandelsumsätze im Mai (+13.9% gg. Vorjahr) sind die Chancen gestiegen, dass der BIP-Rückgang in Q2 „nur“ einstellig ausgefallen sein konnte. Allerdings sollte man angesichts der extremen Volatilität bei den Monatszahlen, die wir auch in anderen Ländern gesehen haben, einen einzelnen Wert nicht überinterpretieren.
- Das Konjunkturpaket der Bundesregierung in Höhe von 130 Mrd. Euro hat unsere anfänglichen Erwartungen etwas übertroffen, jedoch nicht in dem Maße, dass dies eine Aufwärtsrevision unserer BIP-Prognose für die zweite Jahreshälfte erforderlich machen würde. Insbesondere auch deshalb nicht, weil die noch bestehenden Pandemie-bedingten Unsicherheiten die wirtschaftlichen Auswirkungen des Maßnahmenpakets einschränken könnten.
- Wir räumen jedoch ein, dass die Aufwärtsrisiken zu unserer BIP-Prognose von -9% für 2020 angestiegen sind. Die Aktualisierung unserer Prognose ist für Anfang August geplant.

Internationales Umfeld: Zwischen einer V-förmigen Erholung in China und einer zaghaften Konjunkturbelebung in Europa?

Unsere asiatischen Kollegen vertreten zunehmend eine eher optimistische Sichtweise, insbesondere was die Erholung in China anbelangt. Nach einem weiteren Sprung des PMI Composite Index auf 54,5 im Mai und ermutigenden Daten für die Industrie und den Export haben sie ihre BIP-Prognose für das zweite Quartal von -2,5% im Vergleich zum Vorjahr auf +3,0% oder +12,2% gegenüber dem Vorquartal angehoben, nachdem die Konjunktur im 1. Quartal um

Strenge der staatlichen Eindämmungsmaßnahmen
(100 = strengstmögliche Maßnahmen)

Index, täglich



Quelle: Oxford COVID-19 Government Response Tracker

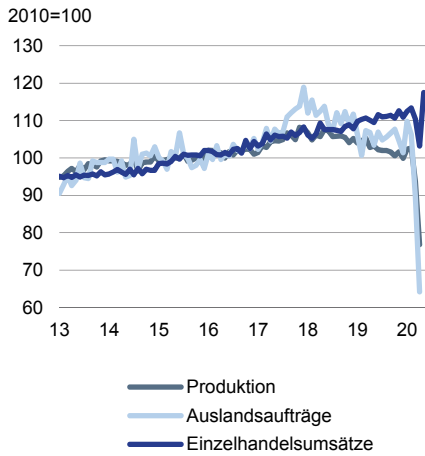
10,8% eingebrochen war. Für das zweite Halbjahr gehen sie von vierteljährlichen Wachstumsraten von circa 2% aus. Der eher dynamische Anstieg sollte im Gesamtjahr 2020 nun in einer Wachstumsrate von 1,1% resultieren, im Gegensatz zu einem bis dato erwarteten Rückgang von 1,1%.

Die Daten aus den USA waren uneinheitlich. Die Konsumausgaben erholten sich stärker als erwartet. Aber dies war das Ergebnis eines Anstiegs speziell bei den Ausgaben von Haushalten mit niedrigerem Einkommen aufgrund der (tem-



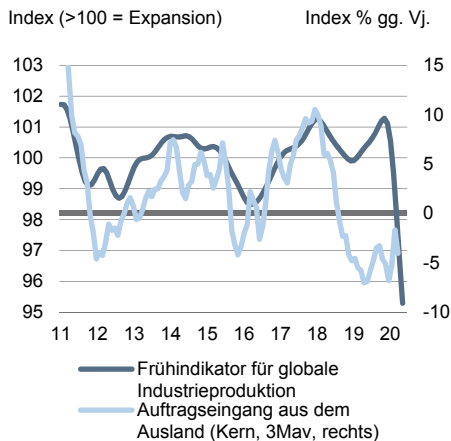
Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Monatsindikatoren deutscher Konjunktur 2



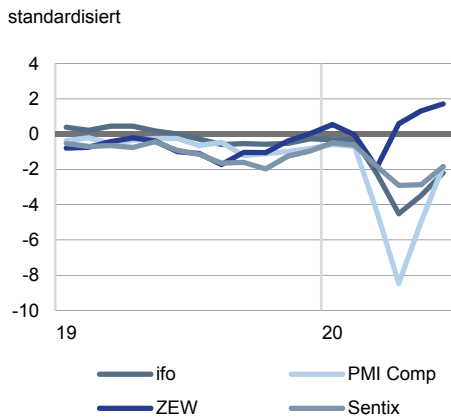
Quellen: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt

Frühindikatoren zur globalen Industrieproduktion und Auslandsaufträgen 3



Quelle: Deutsche Bundesbank

Deutsche Stimmungsindikatoren - Tendenz steigend 4



Quellen: Bloomberg Finance LP, ifo, IHS Markit

porären) Unterstützung zur Stimulierung der Konsumausgaben und einer erweiterten Arbeitslosenversicherung. In anderen Bereichen der Wirtschaft, wie zum Beispiel in der Fertigung oder dem Wohnungswesen, war der Aufschwung eher gedämpft. Auf Hochfrequenzdaten basierende Indikatoren deuten darauf hin, dass sich der konjunkturelle Aufschwung verlangsamt. Dennoch steht der aktuelle DB BIP-Tracker für Q2 bei -36% gg. Vq. (annualisiert), was geringfügig oberhalb unserer offiziellen Prognose von -38,4% liegt. Alles in allem sind die Chancen für eine etwas besser als erwartete Erholung leicht gestiegen, aber die Trendverschlechterung bei den Neuinfektionen in einigen wichtigen Bundesstaaten zwingt uns zur Vorsicht.

In der Eurozone ist die Corona-Pandemie weitestgehend unter Kontrolle und inzwischen wurden die Lockdowns in allen Ländern im Wesentlichen aufgehoben. Der Flash PMI Composite für die Eurozone stieg im Juni auf 47,5 Punkte, nach einem Allzeittief von 13,6 im April. Die Industrieproduktion in den wichtigsten EWU-Staaten (ausgenommen Deutschland) ist im April im Jahresvergleich um etwas mehr als 1/3 gesunken, der Einbruch beim Einzelhandelsumsatz war etwas kleiner. Dennoch bleibt der tatsächliche Umfang des Konjunkturabsturzes während des Lockdown momentan noch unklar. Unsere Prognose eines BIP-Rückgangs in Q2 von -18% gg. Vq. überschätzt wahrscheinlich die Heftigkeit des Corona-Schocks. Einige Daten deuten jedoch darauf hin, dass die Konsensprognose von -12% gg. Vq. zu optimistisch sein könnte. Das von der Corona-Pandemie verursachte Konjunkturtief ist immens. Verschiedene Indikatoren deuten darauf hin, dass die Wirtschaftsaktivität dieses Tief bereits zur Hälfte überwunden hat. Wenn wir die BIP-Prognosen in Niveaus überführen würden, gehen wir davon aus, dass sich die Wirtschaftsaktivität bis Ende des zweiten Quartals auf circa 85% des normalen Niveaus erholt. Die nächste Phase der Normalisierung – Erholung der Wirtschaftsaktivität von 85-90% zurück auf 100% – wird langsamer verlaufen. Das Momentum, das wir derzeit beobachten, ist aufgrund des vorherigen Nachfragegestaus wahrscheinlich nach oben verzerrt. Viele der nachrangigen Kosten des Schocks, wie beispielsweise Unternehmenskonkurse und die Umwandlung der (verdeckten) teilweisen Arbeitslosigkeit in (sichtbare und kostenintensivere) vollständige Arbeitslosigkeit werden erst mit einer zeitlichen Verzögerung sichtbar und wahrscheinlich die private Nachfrage inmitten von Unsicherheit und schon erhöhter Ersparnisbildung dämpfen. Gleichzeitig werden wichtige Teile der Wirtschaft aufgrund der Social-Distancing-Regeln noch nicht in der Lage sein, mit voller Leistung zu arbeiten.

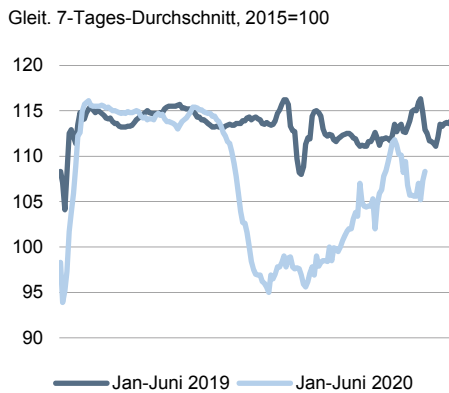
Deutschland: BIP-Rückgang in Q2 – wohl weniger heftig als noch vor sechs Wochen befürchtet

Die Erholung der Stimmungsindikatoren im Mai und Juni unterstützt die Auffassung, dass in Bezug auf die harten monatlichen Daten wie Industrieproduktion oder Einzelhandelsumsatz im April der Tiefpunkt erreicht wurde. Dies wurde durch den überraschend starken Anstieg der Einzelhandelsumsätze im Mai (+13,9% gg. Vormonat) eindrucksvoll bestätigt (April -6,5%), wengleich die Umsätze im Juni – auch wegen der am 1. Juli in Kraft getretenen Senkung der Mehrwertsteuersätze um 3 Punkte – wohl wieder deutlich nachgeben dürften. Im Juni hat der Ifo-Geschäftsklimaindex mehr als die Hälfte seines Rückgangs von 21,8 Punkten zwischen Februar und April wieder wettgemacht. Der PMI Composite Index hat sogar circa 85% seines Verlusts zwischen Februar und April wieder aufgeholt. Unsere Standard-Brückenmodelle für die BIP-Prognose, die auf den vierteljährlichen Durchschnittswerten dieser Stimmungsindikatoren basieren, sagen deshalb eher leichte Rückgänge zwischen 2% und 3% gg. Vq. für das BIP in Q2 voraus. Jedoch ist die Verbesserung des Ifo-Geschäfts-



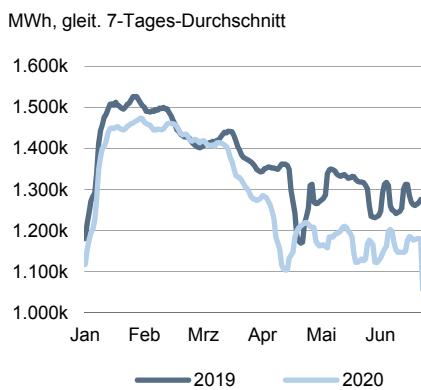
Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Lkw-Maut-Fahrleistungsindex: Die Lücke wird kleiner 5



Quelle: Statistisches Bundesamt

Tatsächlicher Strombedarf 6



Quellen: Bundesnetzagentur, Deutsche Bank Research

Klimaindex bisher fast ausschließlich auf die Erwartungskomponente (+21,9) zurückzuführen. Die Exporterwartungen haben sich mehr oder weniger von dem Einbruch infolge des Corona-Schocks erholt, sie sind von einem Tiefstand von -50,7 (April) auf -2,3 im Juni gestiegen (Durchschnitt in den vorangegangenen 6 Monaten lag bei -1,8). Die Komponente zur Lagebeurteilung ergibt lediglich einen geringen Anstieg von 1,9% (die PMI-Umfrage weist hinsichtlich der Erholung der aktuelleren und der eher zukunftsgerichteten Komponenten keine solche Differenz auf). In der Industrie hat die Bewertung der aktuellen Situation ihren Tiefpunkt mit -43,1 (Saldenwert) erst im Mai erreicht und dieses Rekordtief auch im Juni nicht überwunden. Historisch gesehen ist die aktuelle Bewertung ein schlechter Indikator für das BIP des laufenden Quartals, der klar von dem Gesamtindex und der Erwartungskomponente übertroffen wird. Aber aufgrund der derzeitigen Situation sollte die von der aktuellen Bewertung ausgehende Botschaft besser nicht ignoriert werden.

Hochfrequenz-Aktivitätstracker zeigen ein positiveres Bild

Aufgrund der ersten Lockerungen der Lockdown-Maßnahmen am 20. April und der umfangreicheren Lockerungen vom 6. Mai ist die allmähliche Konjunkturerholung auch bei den verschiedenen Indikatoren der täglichen und wöchentlichen Wirtschaftsaktivität sichtbar. Die Tracker zur täglichen Wirtschaftsaktivität, die sich eingehender mit der Industrieproduktion beschäftigen, wie beispielsweise Daten zum LKW-Verkehr (die auch durch die Wiedereröffnung der Landesgrenzen beeinflusst werden) oder Stromverbrauch (der viele große Industriestandorte nicht berücksichtigt, die ihre internen Stromanlagen nutzen), schwanken noch zwischen 5 und 10% unter ihrem Niveau vor Corona (siehe Grafiken 5 und 6). Die individuelle Mobilität befindet sich, was das Fahren und Gehen angeht, gemäß den Trackern von Apple und Google wieder auf dem Niveau vor Ausbruch der Corona-Pandemie. Während die Daten von Apple nahelegen, dass die Mobilität in Deutschland über dem Ausgangswert liegt, zeigen die wöchentlichen Daten von Google immer noch eine Lücke. Weiterhin zeigen beide Datensätze, dass die Transportaktivitäten (öffentlicher Verkehr) hinter den Erwartungen zurückbleiben, d.h. dass Fahren und Gehen wahrscheinlich aufgrund von Substitutionseffekten zunehmen. Die Fußgängerzahlen in großen Einkaufsstraßen haben wieder ein normales Niveau erreicht. Dennoch liegen laut Informationen des Handelsverbands Textil die Kundenzahlen in den Läden immer noch 20 bis 25% unter dem Vorkrisenniveau¹. Die Menschen scheinen ihre Einkäufe immer noch auf das Wesentliche zu beschränken. Außerdem werden größere Anschaffungen aufgrund der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung, die Mitte des Jahres in Kraft tritt, sicherlich bis Juli verschoben.

Die Bundesbank hat einen Tracker der wöchentlichen Aktivitäten (WAI)² geschaffen, der Umfragedaten, Hochfrequenz-Aktivitäten sowie auch Google-Suchen nach spezifischen Schlüsselwörtern verbindet. Der Indikator, der entwickelt wurde, um das durchschnittliche BIP-Wachstum während der letzten 13 Wochen im Vergleich zu den vorangegangenen 13 Wochen zu bewerten, hat Mitte Juni seine Talsohle erreicht. Der gleitende 13-Wochen-Durchschnitt impliziert, dass der Index lediglich ein verspätetes Wendepunktsignal gibt. Der prognostizierte Rückgang des BIP hatte in der zweiten Juniwoche -7,25% erreicht. In den beiden letzten Wochen hat sich der von diesem Index prognostizierte BIP-Rückgang deutlich reduziert (KW 25: -6,08% und KW 26: -4,81%).

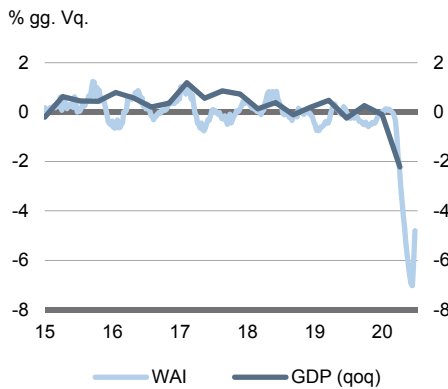
¹ <https://www.handelsblatt.com/dpa/wirtschaft-handel-und-finanzen-trotz-corona-die-kunden-kehren-allmaehlich-in-die-innenstaedte-zurueck/25948246.html?ticket=ST-2253165-ca7E6xxxvF5DX5nAfrMO-ap6>

² <https://www.bundesbank.de/en/statistics/economic-activity-and-prices/weekly-activity-index/weekly-activity-index-for-the-german-economy-833976>



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

BIP & BuBa "Weekly Activity Indicator" 7



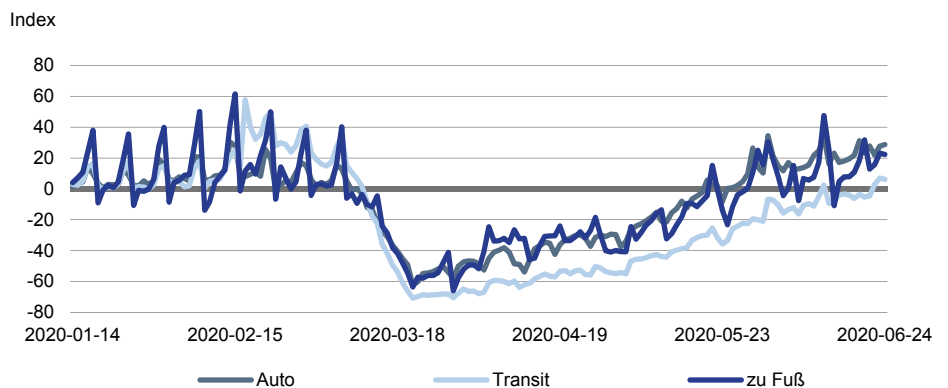
Quelle: Deutsche Bundesbank

Es ist davon auszugehen, dass der Index weniger genau sein wird, wenn die BIP-Schwankungen so extrem sind wie dies derzeit zu beobachten ist und wie dies auch bei der eindeutigen Unterschätzung in 2009 der Fall war. Da die Lockdown-Wochen mit extrem niedrigem Aktivitätsniveau jetzt in den Basiszeitraum rutschen (d.h. den vorherigen Zeitraum von 13 Wochen), fällt der Vergleich zunehmend besser aus. Der Effekt wird auch durch „eher normale“ Wochen verstärkt, die in den jetzigen Zeitraum von 13 Wochen eingehen. Folglich sollte sich der Index in den nächsten Wochen weiter verbessern, was unsere Bedenken bestätigt, dass dieser ein zu optimistisches Bild des BIP-Rückgangs im zweiten Quartal bietet.

Alles in allem scheint unsere Abschätzung von Anfang Mai, in der wir einen BIP-Rückgang in Q2 von -14% gg. Vq. prognostiziert hatten, zu pessimistisch gewesen zu sein. Aktuelle Prognosen (aus der zweiten Junihälfte) erwarten einen Rückgang von annähernd -10% gg. Vq. (Bundesbank, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung) bis -13% gg. Vq. (IfW und RWI). Aufgrund dieser Unsicherheiten geben diese aktuelleren Prognosen jedoch im Wesentlichen keine andere Sichtweise wieder. Das Statistische Bundesamt wird zum ersten Mal seine Schnellschätzung bereits 30 Tage nach dem Ende des Berichtszeitraums veröffentlichen (d.h. am 30. Juli), dieser Zeitabstand lag bisher bei 45 Tagen. Das bedeutet, dass die Schnellschätzung für das zweite Quartal aufgrund der noch nicht verfügbaren Juni-Daten noch mehr auf Hilfsschätzungen vertraut als bisher. Diese Schätzungen dürften wohl erhebliche Probleme haben, die durch den Lockdown verursachten Verzerrungen der wirtschaftlichen Aktivität in den Griff zu bekommen. Somit könnte die detailliertere Veröffentlichung, die Ende August ansteht, größere Korrekturen aufweisen als dies bis dato der Fall war.

V-förmige Erholung in der zweiten Jahreshälfte wird noch nicht erwartet

Google Mobilitäts-Index 8



Quelle: Apple mobility reports

Obwohl das BIP in Q2 einen Rückgang um die -10% gg. Vq. aufweisen dürfte, hat die Wirtschaftsaktivität bereits im Verlauf dieses Quartals zugenommen. Wenn sich dieser Trend fortsetzt, sollte der statistische Überhang (die Tatsache, dass das BIP-Niveau zum Ende des zweiten Quartals wahrscheinlich erheblich über dem des Durchschnitts von Q2 lag) einen erheblichen Anstieg des BIP in Q3 sicherstellen. In welchem Umfang dieser Anstieg in Q3 anhalten wird, hängt von der Entwicklung der Corona-Pandemie ab, d.h. von der Frage, ob die Entwicklung in den derzeitigen Hotspots unter Kontrolle gebracht wird und neue Hotspots an anderen Orten vermieden oder eingedämmt werden können. Dies



wird Auswirkungen auf die deutsche Wirtschaft über 3 Kanäle haben: 1) Die Erholung der externen Nachfrage, 2) die Erholung der Investitionsausgaben und 3) die Normalisierung des privaten Konsums.

Wiederaufflammen der Pandemie könnte die Wirkung des Konjunkturpakets der Bundesregierung erheblich dämpfen

Kanal 1 unterliegt erheblichen Risiken, da noch unklar ist, ob der Anstieg bei den Neuinfektionen in großen Ländern wie den USA erneute Lockdowns zur Folge haben wird und in welchem Umfang die Handelsbeziehungen beeinträchtigt werden, wenn die Infektionsraten auf beiden Seiten des Atlantiks stark voneinander abweichen. Kanal 2 und 3 haben ebenfalls eine wichtige Bedeutung für die Auswirkungen des Konjunkturpakets der Bundesregierung in Höhe von EUR 130 Mrd., das im Juni bekanntgegeben wurde. Bei unserer BIP-Prognose von Anfang Mai sind wir bereits von einem finanzpolitischen Maßnahmenpaket von bis zu EUR 100 Mrd. ausgegangen. Das im Juni bekanntgegebene Paket über EUR 130 Mrd. hat per se kaum Auswirkungen auf unsere Prognose. Das aktuelle Konjunkturpaket ist eher auf die zweite Jahreshälfte 2020 ausgerichtet. Es könnte das BIP-Wachstum um circa 1 %-Punkt in 2020 und circa ½ %-Punkte in 2021 anheben³. Die Finanzmittel des Pakets, die in 2020 verwendet werden, stammen teilweise von anderen Haushaltspositionen, die bisher nicht in dem erwarteten Umfang in Anspruch genommen wurden, und bieten aus diesem Grund keine zusätzlichen Impulse.

Wie die Verbraucher auf die temporäre Senkung der Mehrwertsteuer in H2 2020 reagieren werden (die ihre reale Kaufkraft um circa 1,5% erhöht), hängt von ihrem Vertrauen auf die Wirtschaftsentwicklung und von ihrer individuellen Beschäftigungssituation ab. Wenn die Unsicherheiten bestehen bleiben, dürften die Verbraucher – entgegen den Hoffnungen der politischen Entscheidungsträger – keine größeren Anschaffungen vornehmen. Die zaghafte Erholung des Wirtschaftsklimas (ifo, PMI) wird sich nur dann fortsetzen, wenn erneute Unsicherheiten infolge der Corona-Pandemie in Schach gehalten werden können. Wenn beispielsweise die Verbesserung der Exporterwartungen, die aus der Juni-Umfrage des ifo-Instituts hervorgeht, aufgrund von Bedenken bezüglich der Entwicklungen der Corona-Pandemie in wichtigen Exportmärkten unterminiert wird, könnten Unternehmen die möglichen Steuereinsparungen aufgrund der großzügigeren Abschreibungsvorschriften nicht nutzen und stattdessen in Bezug auf neue Investitionen die Hände in den Schoß legen.

Keine hinreichenden Gründe für eine Korrektur der vierteljährlichen Wachstumsraten für Q3 und Q4

Aufgrund der zuvor genannten Unsicherheiten erkennen wir nicht, dass das Konjunkturpaket der Bundesregierung den Ausblick für die zweite Jahreshälfte stark genug verbessert, um eine Aufwärtskorrektur unserer vierteljährlichen BIP-Prognosen für Q3 (6% gg. Vq.) und für Q4 (2% gg. Vq.) erforderlich zu machen. Doch wir räumen ein, dass sich die Aufwärtsrisiken insgesamt erhöht haben.

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

³ <https://www.bundesbank.de/resource/blob/834276/8fd4a5ab552c6179e4982f459b6d108c/mL/2020-06-projektion-data.pdf>



Öffentliche Finanzen: Nach der „Bazooka“ hat es „Wumms“ gemacht – Berlin geht in die Vollen, um die Wirtschaftserholung zu unterstützen

Auf die Nothilfen und Rettungspakete für die Wirtschaft ...

- Um die Wirtschaftserholung zu unterstützen und Deutschlands Zukunftsfähigkeit zu sichern, geht die Regierung mit der Auflage eines Multi-Milliarden schweren Fiskalpakets in die Vollen. Anfang Juni hat sie zwei Fiskalprogramme im Umfang von EUR 130 Mrd. für die Jahre 2020/21 (3,8% des BIP in 2019) angekündigt. Angesichts des wirtschaftlichen Ausmaßes der Corona-Krise waren weitere Konjunkturlösungen unumgänglich. Auch wenn die direkten wirtschaftlichen Effekte durch „Sickerverluste“ begrenzt werden dürften, sollte man die positive psychologische Wirkung nicht unterschätzen. Insgesamt ist das Fiskalpaket eine angemessene Antwort auf die ökonomischen Herausforderungen.
- Der größte Teil der Haushaltsbelastungen wird 2020 anfallen. Wir schätzen den vom Fiskalpaket ausgehenden fiskalischen Impuls deutlich kleiner ein als das Volumen von EUR 130 Mrd. suggeriert. Dies liegt darin begründet, dass große Teile des Pakets durch noch nicht ausgeschöpfte Mittel aus dem ersten Nachtragshaushalt (vom März) gegenfinanziert werden sollen (mehr als EUR 60 Mrd.). Letztere haben wir jedoch in unserer bisherigen Projektion für das Finanzierungsdefizit bereits berücksichtigt. Ebenso beziehen sich einige Programmposten auf innerstaatliche Transfers, die zu keiner Veränderung beim gesamtstaatlichen Finanzierungsdefizit führen.
- Die fiskalische Mehrbelastung für 2020 (zusätzlich zu unserer bisherigen Fiskalprojektion) wird daher „nur“ eine Größenordnung von EUR 25 Mrd. erreichen. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Projektion für das gesamtstaatliche Finanzierungsdefizit im Jahr 2020 nur moderat auf 9,5% vom BIP erhöht (zuvor: 8,7%). Unsere Projektion für die staatliche Schuldenquote bleibt infolgedessen weitestgehend unverändert. Wir erwarten bis zum Jahresende 2020 einen Anstieg der Verschuldung auf 75,9% vom BIP (zuvor: 75,6%).
- Die weitere Entwicklung der Staatsfinanzen unterliegt derzeit hohen Risiken. In einem (noch) ungünstigeren Verlauf der Wirtschaft, in dem das reale BIP in diesem Jahr um rund 15% schrumpft und 2021 nur geringfügig wächst (1%), könnte das Staatsdefizit auf 13% vom BIP (2020) und 12 ½% vom BIP (2021) anschwellen. Dies würde zu einem noch deutlicheren Anstieg der Bruttoschuldenquote auf bis zu 83 ½% (2020) und rund 95% (2021) führen.

Im Gleichschritt mit den Maßnahmen zur Begrenzung der Pandemie hat die deutsche Regierung schnell und entschlossen gehandelt, die durch den Corona-Virus und die Eindämmungsmaßnahmen hervorgerufenen wirtschaftlichen Schäden abzufedern. Ende März hat sie einen EUR 156 Mrd. schweren Nachtragshaushalt für 2020 (oder 4 ½% vom BIP in 2019) beschlossen, um ein „Schutzschild“ gegen die wirtschaftlichen Folgen zu schmieden. Insgesamt beläuft sich Deutschlands sofortige fiskalische Antwort auf die Krise auf eine astronomisch hohe Summe von EUR 1,273 Billionen (37% vom BIP in 2019)⁴. Während EUR 453,3 Mrd. (13,2% vom BIP) dieser Summe auf Mehrausgaben, steuerliche Erleichterungen und Kredit- und Beteiligungsprogrammen zurückgehen, stehen EUR 819,7 Mrd. (23,9% vom BIP) in Verbindung mit der Genehmigung

⁴ Siehe Bundesfinanzministerium, Stabilitätsprogramm 2020 (April 2020).



staatlicher Garantien, die die Regierung erforderlichenfalls vergeben kann (für weitere Informationen siehe Tabellen 14 und 15 auf Seite 8 in unserem Focus Germany „COVID-19: Crisis resilience made in Germany“, 10. Juni 2020). Berücksichtigt man (a) den bereits vor dem Corona-Schock bestehenden Garantierahmen für den Bund (EUR 465,5 Mrd. oder 13,6% vom BIP) sowie (b) die Möglichkeit der Bundesregierung, die Obergrenze für ebendiesen Garantierahmen des Bundeshaushaltes um weitere EUR 246,6 Mrd. (7,2% vom BIP) zu weiten, hat der deutsche Staat einen massiven finanziellen „Feuerschutzwall“ von über EUR 1,9 Billionen (oder 60% vom für 2020 erwarteten BIP) errichtet.

... folgen Maßnahmen zur Stützung der Wirtschaftserholung ...

Nach den wirtschaftlichen Verwüstungen kommt der Wiederaufbau. Um (das Vertrauen in) die wirtschaftlichen Erholung zu stärken und Deutschlands Zukunftsfähigkeit zu sichern, ist die Bundesregierung mit Auflegung eines milliardenschweren Konjunkturpakets in die Vollen gegangen. Anfang Juni hat sie zwei Fiskalprogramme im Umfang von EUR 130 Mrd. für die Jahre 2020/21 (3,8% des BIP in 2019) angekündigt.

Anregung des privaten Konsums

Ein Kernelement des ersten Programms – des „Konjunktur- und Krisenbewältigungsprogramms“ – ist die vorübergehende Senkung des Mehrwertsteuersatzes in der zweiten Jahreshälfte (vom 1. Juli bis zum 31. Dezember). Während der Standardsatz von 19% auf 16% sinkt, ermäßigt sich der reduzierte Satz von 7% auf 5%. Die steuerliche Entlastung der Verbraucher und/oder Firmen wird auf EUR 20 Mrd. (0,6% vom BIP in 2019) geschätzt. Weitere Erleichterungen für die privaten Haushalte (und Firmen) sollen in den Jahren 2021/22 über niedrigere Strompreise kommen. Dies geschieht über eine Absenkung der EEG-Umlage – finanziert werden soll dies über Zuschüsse aus dem Bundeshaushalt (geschätzte Finanzwirkung: EUR 11 Mrd.). Darüber hinaus erhalten Familien für jedes kindergeldberechtigte Kind eine Einmalzahlung („Kinderbonus“) von EUR 300 (Finanzwirkung: EUR 4,3 Mrd.).

Finanzhilfen für kleine/mittlere Firmen und Solo-Selbständige

Die von der Corona-Pandemie besonders stark in Mitleidenschaft gezogenen Firmen sollen mit Überbrückungshilfen finanziell unterstützt werden. Die Regierung hat dazu ihr Soforthilfeprogramm – welches sich an kleine Firmen und Solo-Selbständige gerichtet hat – in ein „Programm für Überbrückungshilfen“ überführt. Dieses Nachfolgeprogramm soll in den Monaten Juni bis August 2020 laufen und richtet sich nicht nur an Kleinstunternehmen und Solo-Selbständige, sondern ebenfalls an mittlere und größere Firmen (sofern letztere nicht in den Unterstützungsbereich des „Wirtschaftsstabilisierungsfonds“ fallen).

Das Programm hat ein maximales Fördervolumen von EUR 25 Mrd. (0,7% vom BIP in 2019). Die nicht rückzahlbaren Zuschüsse sollen aus ungenutzten Mitteln des vorhergehenden Soforthilfeprogramms finanziert werden. Auch wenn das Programm sich an alle Wirtschaftsbereiche richtet, zielt es im Besonderen auf die am stärksten betroffenen Sektoren ab (wie das Hotel-, Gastronomie, Tourismus-, Logistik- und Messegewerbe). Um Zuschüsse aus dem Programm zu erhalten, müssen die Firmen einen beträchtlichen Umsatzrückgang nachweisen.⁵

⁵ Die Regierung zahlt Zuschüsse zur Deckung der betrieblichen Fixkosten nur unter der Voraussetzung, dass eine Firma in den Monaten April und Mai 2020 von einem Umsatzrückgang von durchschnittlich mindestens 60% gegenüber dem Vorjahreszeitraum betroffen ist. Je nach Ausmaß des Umsatzrückgangs in den Monaten Juni und August übernimmt die Regierung bis zu 80% der be-



Steuerliche Erleichterungen für den Unternehmenssektor

Die Regierung hat sich darüber hinaus auf verschiedene zusätzliche Maßnahmen zur steuerlichen Erleichterung verständigt. Ziel der Regierung ist es, die Liquiditätssituation der Firmen zu verbessern sowie diese darin zu bestärken, auch während der Krise weiter zu investieren. Dazu wird z.B. der steuerliche Verlustrücktrag für die Jahre 2020/21 auf einen Maximalbetrag von EUR 5 Mio. (von bisher EUR 1 Mio.⁶) aufgestockt (geschätzte Finanzwirkung: EUR 2 Mrd.). Dabei können die Firmen bereits in der Steuererklärung für das Geschäftsjahr 2019 die in diesem Jahr (2020) anfallenden Verluste mit den Gewinnen aus dem Jahr 2019 verrechnen. Hinsichtlich einer Verbesserung der Liquiditätslage wird zudem die Fälligkeit der Einfuhrumsatzsteuer auf den 26. des Folgemonats verschoben (geschätzter Verschiebeeffect: EUR 5 Mrd.). Um die Investitionsanreize der Firmen zu stärken, hat sich die Regierung darauf geeinigt, die Abschreibungsmöglichkeiten zu verbessern. So wird die degressive Abschreibung (AfA) für bewegliche Wirtschaftsgüter wieder eingeführt, jedoch mit einer zeitlichen Befristung auf die Jahre 2020/21 (Finanzwirkung: EUR 6 Mrd.).

Unterstützung für den Arbeitsmarkt und Auszubildende

Um weiteren Druck vom schwächelnden Arbeitsmarkt fernzuhalten, hat die Regierung mit ihrer „Sozialgarantie 2021“ versprochen, die Sozialversicherungsbeiträge (zumindest) bis Ende 2021 auf einem Niveau von maximal 40% zu stabilisieren. Ebenso sollen kleine und mittelgroße Firmen (KMU), die ihr Ausbildungsplatzangebot 2020 im Vergleich zu den drei Vorjahren nicht verringern oder gar ausweiten, Bundeszuschüsse erhalten („Ausbildungsprämie“) (Finanzwirkung: EUR 0,5 Mrd.). Gegenwärtig liegt der aggregierte Sozialversicherungsbeitrag – bestehend aus den Beiträgen zur Arbeitslosen-, gesetzlichen Kranken-, sozialen Pflege- und allgemeinen Rentenversicherung – bei etwa 39,75% vom Bruttoarbeitsentgelt eines Angestellten (dabei werden die Sozialversicherungsbeiträge jeweils zur Hälfte von den Arbeitnehmern und Arbeitgebern geleistet). Aufgrund des sprunghaften Anstiegs bei der Zahl der Kurzarbeiter und der deutlich gestiegenen Arbeitslosenquote werden die deutschen Sozialversicherungsträger (als Teil des öffentlichen Sektors) in der nahen Zukunft voraussichtlich deutliche Finanzierungsdefizite ausweisen, auch wenn diese für eine gewisse Zeit über den Abbau bestehender Finanzreserven gegenfinanziert werden können.

Mit der Sozialgarantie 2021 werden die Corona-bedingten Finanzierungslücken auf Ebene der Sozialversicherungen – insbesondere bei der Bundesagentur für Arbeit (BA) und der gesetzlichen Krankenversicherung – über den Bundeshaushalt ausgeglichen (entweder über höhere Bundeszuschüsse oder Liquiditätshilfen). Aufgrund der in die Höhe geschossenen Anzahl der Kurzarbeiter sowie der höheren Arbeitslosigkeit könnte die BA im schlimmsten Fall bereits in diesem Jahr auf Bundeshilfen von über EUR 20 Mrd. angewiesen sein (siehe FAZ vom 22. Juni 2020). Diese ungünstigen Entwicklungen werden in den kommenden Jahren aufgrund der rapiden Alterung der Bevölkerung und der damit anfallenden fiskalischen Mehrbelastungen noch weiter verschärft. Problematisch bleibt die Tatsache, dass die Regierung noch immer nicht die dringend erforderlichen Strukturreformen auf den Weg gebracht hat, um die aufreißenden Demografiebedingten Finanzlücken im Sozialversicherungssystem zu schließen.

trieblichen Fixkosten. Die maximale Fördersumme ist für größere Betriebe auf TEUR 150 gedeckelt. Bei Kleinbetrieben und Solo-Selbständigen liegen die jeweiligen Obergrenzen bei TEUR 9 bzw. TEUR 15.

⁶ Bei der Zusammenveranlagung erhöht sich der Betrag von EUR 2 Mio. auf EUR 10 Mio.



Stabilisierung der Kommunalfinanzen

Aufgrund (a) des Zusammenbruchs der stark pro-zyklischen Gewerbesteuer, (b) der steigenden Ausgaben für Grundsicherung und (c) der finanziellen Verluste bei kommunalen Verkehrsträgern ist die gegenwärtige Finanzlage vieler deutschen Kommunen erheblich angespannt. Um zu verhindern, dass die Gemeinden aufgrund der finanziell schwierigen Lage ihre Investitionen zusammenkürzen müssen (ein Großteil der gesamtstaatlichen Investitionen wird auf kommunaler Ebene getätigt⁷), haben Bund und Länder Hilfen angekündigt. Mit der Zahlung innerstaatlicher Finanzhilfen wollen Bund und Länder bei den Kommunen für eine stabile Finanzlage sorgen, sodass diese auch weiterhin investieren und wichtige öffentliche Güter bereitstellen können (wie z.B. den Öffentlichen Personennahverkehr (ÖPNV), Krankenhäuser, Schulgebäude). So wollen Bund und Länder den für dieses Jahr (2020) erwarteten Einbruch bei der kommunalen Gewerbesteuer jeweils zur Hälfte ausgleichen (ca. EUR 12 Mrd.). Zusätzlich wollen sie künftig einen höheren Anteil an den kommunalen Ausgaben für die Grundsicherung übernehmen. Konkret wollen sie die Grundsicherungsausgaben für Unterkunft (inklusive Heizung) dauerhaft von bis zu 75% (gegenwärtig: 50%) übernehmen (ca. EUR 4 Mrd. je Jahr). Die durch die temporäre Mehrwertsteuersenkung bedingten Steuerausfälle der Kommunen will der Bund vollständig übernehmen (der Anteil der Kommunen liegt bei knapp 2% vom Mehrwertsteueraufkommen). Darüber hinaus wollen Bund und Länder den Kommunen einen Betrag von EUR 2,5 Mrd. für den ÖPNV zukommen lassen. Die Einnahmenseite des ÖPNV ist aufgrund des derzeit niedrigen Fahrgastaufkommens – bei gleichzeitiger Aufrechterhaltung des normalen Fahrplans – negativ getroffen.

... und zur Sicherung der Zukunftsfähigkeit Deutschlands

Rund EUR 50 (38,5%) des EUR 130 Mrd. schweren Konjunkturprogramms entfallen auf das sogenannte „Zukunftspaket“. Dieses Paket besteht aus drei Teilen: (1) „Zukunftsinvestitionen und Investitionen in Klimatechnologien“, (2) ein Paket zur Verbesserung des deutschen Gesundheitssystems und zur Abwehr künftiger Pandemien („Gesundheitswesen stärken und den Schutz vor Pandemien verbessern“) und (3) finanzielle Unterstützung auf europäischer und globaler Ebene („Europäische und internationale Verantwortung“). Mit Blick auf den fiskalischen Instrumentenkasten besteht das Zukunftspaket aus einer Mischung aus Subventionen/Zuschüssen, steuerlichen Fördermaßnahmen und zusätzlichen (investiven) Staatsausgaben.

Modernisierung der Wirtschaft (Digitalisierung, KI, Bekämpfung des Klimawandels)

Der erste Teil des Pakets beinhaltet z.B. die Förderung von Elektroautomobilen (Verdopplung der Kaufprämien; „Innovationsprämie“) (EUR 2,2 Mrd.), den Ausbau der Ladesäuleninfrastruktur (EUR 2,5 Mrd.), die Modernisierung von Bus- und LKW-Flotten (EUR 1,2 Mrd.) und Flugzeugen (EUR 1,0 Mrd.). Ebenso beinhaltet das Paket die Modernisierung der Binnenschifffahrtsinfrastruktur (EUR 1,0 Mrd.), die Umsetzung einer „Nationalen Wasserstoffstrategie“ (EUR 7 Mrd.) – einschließlich dem Aufbau von internationalen Partnerschaften (EUR 3 Mrd.) –, verschiedene Maßnahmen zur Förderung von Forschung und Entwicklung im Unternehmenssektor, zur energetischen Gebäudesanierung (EUR 2 Mrd.) und Investitionen in künstliche Intelligenz (KI) (EUR 2 Mrd.).

⁷ 2019 betragen die kommunalen Bruttoanlageinvestitionen EUR 31,7 Mrd. (37% der gesamtstaatlichen Investitionen). Bei den öffentlichen Bauinvestitionen (als Teil der Bruttoanlageinvestitionen) lag der entsprechende Anteil der Kommunen bei noch höheren 56,5%.



Präventionsmaßnahmen für zukünftige Pandemien

Der zweite Teil des Pakets zielt darauf ab, den (a) öffentlichen Gesundheitssektor zu stärken (z.B. über eine durch den Bund befristet finanzierte Personalaufstockung bei den Gesundheitsämtern) (Pakt für den öffentlichen Gesundheitsdienst) (EUR 4 Mrd.), (b) die Infrastruktur in den Krankenhäusern zu verbessern (Zukunftsprogramm Krankenhäuser) (EUR 3 Mrd.), (c) die flexible und im Falle einer Epidemie skalierbare inländische Herstellung wichtiger Arzneimittel und Medizinprodukten zu fördern (EUR 1 Mrd.) sowie (d) eine nationale Reserve an persönlicher Schutzausrüstung aufzubauen (EUR 1 Mrd.).

Stabilisierung der EU

Der dritte Teil des Zukunftspakets nimmt Deutschlands (finanzielle) Verpflichtungen auf europäischer und internationaler Ebene in den Blick. Während Berlin Deutschlands Finanzhilfen zur Bekämpfung von Pandemien um zusätzliche EUR 3 Mrd. für die Jahre 2020/21 aufstocken möchte, ist der deutsche Beitrag zur Unterstützung der europäischen Wirtschaftserholung noch offen (in der zweiten Jahreshälfte übernimmt Deutschland die EU-Ratspräsidentschaft). Der Merkel/Macron-Plan (MM-Plan) sieht die Errichtung eines „Europäischen Wiederaufbaufonds“ mit einem Finanzvolumen von EUR 500 Mrd. vor. So sollen die einzelnen Mitgliedstaaten aus diesem Topf nicht rückzahlbare Zuschüsse erhalten. Die Finanzierung soll über neue Schulden auf Ebene der Europäischen Union (EU) erfolgen. Die EK hat für einen solchen Fonds eine noch höhere Summe von EUR 750 Mrd. ins Spiel gebracht.

Der Plan der EK sieht vor, dass die Mitgliedstaaten EUR 500 Mrd. an nicht rückzahlbaren Finanzhilfen erhalten und weitere EUR 250 Mrd. in Form von rückzahlbaren Krediten beanspruchen können (nur solche Mitgliedstaaten, die diese benötigen). Die zur Finanzierung erforderlichen EK-Schulden sollen über einen langen Zeitraum (bis 2058) zurückgezahlt werden. Mit den Tilgungen soll nicht vor dem Jahr 2028 begonnen werden. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist noch unklar, wie die EK die Tilgung der Schulden refinanzieren möchte. Möglicherweise könnte dazu eine neue europäische Steuer eingeführt werden. Aber auch eine Anhebung der nationalen EU-Beiträge und/oder Ausgabenkürzungen an anderen Stellen erscheinen denkbar. Die Umsetzung des MM-Plans könnte für Deutschland zu einer finanziellen (Brutto-)Verpflichtung von rund EUR 135 Mrd. führen (mehr als 4% des deutschen BIP), wenn man dabei Deutschlands Anteil von 27% zugrunde legt. Freilich wird Deutschland ebenfalls von einem solchen Wiederaufbaufonds über den Erhalt von Zuschüssen profitieren (in einer reinen Bruttobetrachtung). Allerdings dürften der deutsche Staat und somit die deutschen Steuerzahler am Ende des Tages Nettozahler sein.

Auch wenn eine Schuldenaufnahme durch die EK den deutschen Staatshaushalt und die deutsche Bruttostaatsverschuldung nicht unmittelbar erhöhen wird (in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung wird zunächst einmal „nur“ ein Finanzierungsdefizit auf EU-Ebene ausgewiesen), erhöht diese *de facto* die von den deutschen Steuerzahlern künftig zu schulternde Schuldenlast. Daher treibt diese auch die impliziten deutschen Staatsschulden weiter in die Höhe. Diese liegen (u.a. aufgrund ungelöster struktureller Finanzierungsprobleme bei den Sozialversicherungen) bereits deutlich über den offiziell ausgewiesenen (expliziten) Staatsschulden. Insgesamt besteht ein hohes Risiko, dass die im Zusammenhang mit den neuen EK-Schulden stehenden finanziellen Verpflichtungen Deutschlands nicht deutlich und transparent dargestellt werden. Im schlimmsten Fall könnte dies zu einer „Schuldenillusion“ führen – mit der Folge, dass die Haushaltsdisziplin und die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen in der EU (und den einzelnen EU-Mitgliedstaaten) weiter ausgehöhlt werden würden.



Insgesamt erscheint die fiskalische Antwort auf die Krise angemessen

Angesichts des wirtschaftlichen Ausmaßes der Corona-Krise waren weitere Konjunkturrhilfen unumgänglich. Das Volumen bestätigt das bisherige Paradigma der Regierung, in der aktuellen Krise mit umfangreichen Maßnahmen dagegenzuhalten, um einen maximal positiven psychologischen Effekt auf die Wirtschaft zu erzeugen. Die vorübergehende Mehrwertsteuersenkung ist dabei die am schnellsten und effektivsten wirkende Methode des jüngsten Konjunkturpakets. Dies wäre besonders dann der Fall, wenn die Firmen die Senkung über niedrigere Preise an die Endverbraucher weitergeben würden. Auch wenn die direkten wirtschaftlichen Effekte durch „Sickerverluste“ begrenzt werden könnten, sollte man die positive psychologische Wirkung nicht unterschätzen. Und selbst wenn die Firmen ihre Preise unverändert ließen, würde die Mehrwertsteuersenkung dennoch positiv auf die Gesamtwirtschaft wirken. Denn über die damit eintretende Verbesserung bei den Gewinnmargen der Firmen würden wiederum (indirekt) Arbeitsplätze gesichert werden.

Der versprochene Anstieg bei den „Zukunftsinvestitionen“ ist grundsätzlich eine gute Maßnahme, da von den öffentlichen Investitionen ein hoher Multiplikator-Effekt auf die Volkswirtschaft ausgeht. Dennoch könnte sich die zeitnahe Umsetzung dieser Investitionen als schwierig herausstellen (Verzögerungen bei der Umsetzung, „Investitionsstau“). Daher sind von diesen Zukunftsinvestitionen in der kurzen Frist keine großen Wachstumseffekte zu erwarten. Allerdings werden diese dazu beitragen, Deutschlands Wachstumspotenzial mittel- und langfristig zu heben.

Insgesamt erscheint das Fiskalpaket eine angemessene Antwort auf die ökonomischen Herausforderungen zu geben. So wird das Konjunkturpaket das Wachstum – über die verschiedenen Maßnahmen auf der Ausgaben – und Einnahmenseite – nicht nur direkt unterstützten (direkter Effekt), sondern auch indirekt über eine Stärkung des Verbraucher- und Unternehmensvertrauen positiv wirken (Vertrauenseffekte). Die indirekten Effekte sind allerdings sehr schwer zu quantifizieren. Es bleibt positiv festzuhalten, dass das Paket eine ausgewogene Mischung aus vorübergehenden kurzfristigen (Mehrwertsteuersenkung, Überbrückungshilfen, zwischenstaatliche Transfers) und mittel- bis langfristigen Maßnahmen (Zukunftsinvestitionen) darstellt. Ebenso setzt es nicht nur an der Nachfrageseite (Mehrwertsteuererhöhung) an, sondern berücksichtigt ebenfalls angebotsseitige Maßnahmen (steuerliche Förderung von F&E und Unternehmensinvestitionen), die die deutsche Wachstumspotenzialrate erhöhen könnten.

Mit Blick auf einige der gewählten angebotsseitigen Maßnahmen (wie die Senkung der Strompreise oder die „Sozialgarantie 2021“) hat sich die Bundesregierung jedoch zunächst nur Zeit gekauft, in dem sie etwaige Finanzierungslücken über höhere Bundeszuschüsse (und damit mit höheren Schulden) schließt. Das gleiche gilt für die finanzielle Abschirmung der Kommunen. Auch wenn es ein richtiger Schritt ist, den Kommunen den Wegfall der Gewerbesteuererinnahmen für das Jahr 2020 auszugleichen, wäre es umso sinnvoller, diese (einmalige) finanzielle Unterstützung mit einer Strukturreform bei der Verteilung des deutschen Steueraufkommens zu verbinden. Um die positiven wirtschaftlichen Effekte der oben erwähnten angebotsseitigen Maßnahmen zu verstetigen, müsste die Regierung zu einem späteren Zeitpunkt entsprechende Strukturreformen einleiten (dies trifft insbesondere auf die gesetzliche Renten-, Kranken- und Pflegeversicherungen zu). Andernfalls riskiert die Regierung erneute Rückschläge beim Verbraucher- und Unternehmensvertrauen.

Ein negativer Aspekt ist, dass die Regierung die Gelegenheit verpasst hat, den Solidaritätszuschlag vollständig abzuschaffen. Daher werden auch künftig viele Firmen und Körperschaften mit dieser Steuer belastet. Zumindest hält die Re-



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

gierung weiterhin an der für den Jahresbeginn 2021 geplanten Soli-Teilabschaffung (für rund 90% der Steuerzahler) fest. Die unterschiedlichen steuerlichen Erleichterungsmaßnahmen für die Firmen (wie z.B. die Ausweitung des steuerlichen Verlustrücktrags für die Jahre 2020/21, die Verschiebung des Fälligkeitstermins bei der Einfuhrumsatzsteuer oder die temporäre Wiedereinführung der degressiven Abschreibung auf bewegliche Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens) haben allesamt eindeutig positive Wirkungen auf die Gesamtwirtschaft. Die schwächelnden Unternehmensinvestitionen könnten jedoch noch stärker angestoßen werden, wenn die Wiedereinführung der degressiven Abschreibung auch über das Jahr 2021 hinaus möglich wäre. Denn viele Unternehmensinvestitionen (wie z.B. in die digitale Transformation) involvieren große Summen und sind langfristiger Natur. Auch der maximale steuerliche Verlustrücktrag hätte großzügiger ausfallen können, da viele Firmen in diesem Jahr voraussichtlich deutlich höhere Verluste erleiden werden. Ebenso hätte dieser auch für vor 2019 liegende Geschäftsjahre gewährt werden können. Schließlich ist die Möglichkeit der Firmen, Überbrückungshilfen vom Staat zu beziehen, an starre Grenzwerte gebunden. Ökonomisch ist es nicht vollständig überzeugend, dass einerseits Firmen mit einem Umsatzrückgang von (mindestens) 60% staatliche Zuschüsse erhalten, wohingegen Firmen mit einem etwas geringeren, aber dennoch bedrohlichen Rückgang (von z.B. 50%) keine Unterstützung erhalten. Es wäre sinnvoller, diese Hilfen proportional zu dem erlittenen Umsatzrückgang zu koppeln.

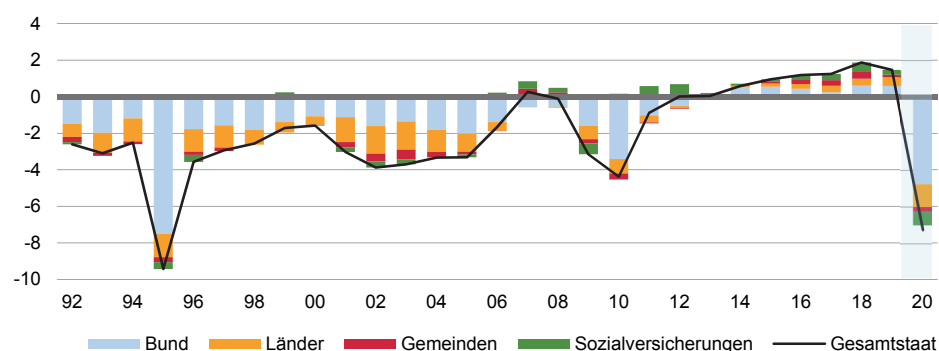
Auswirkungen des Fiskalpakets auf das Wachstum und die Staatsfinanzen

Angesichts des Ausmaßes und der Besonderheiten der Krise unterliegen derzeit nicht nur die Wachstumsprognosen sehr hohen Unsicherheiten. Gleiches gilt insbesondere für die Abschätzung der von fiskalischen Stimulus-Maßnahmen ausgehenden Wachstumseffekte.

Die Bundesregierung erwartet ein großes gesamtstaatliches Defizit für das Jahr 2020

1

Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo, % BIP (Maastricht-Definition, VGR)



Prognosen für 2020: Bundesfinanzministerium (Stabilitätsprogramm 2020)

Quellen: Statistisches Bundesamt, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Wachstumswirkung des Pakets: Insgesamt positiv, aber sehr unsicher

Ein Kernelement des Fiskalpakets vom Juni ist die vorübergehende Senkung des Mehrwertsteuersatzes. Die Verbraucher könnten mit bis zu EUR 20 Mrd. (0,6% vom BIP in 2019) entlastet werden (unter der Voraussetzung, dass die Firmen ihre Nettopreise nicht erhöhten). Dies dürfte die privaten Konsumausgaben in der zweiten Jahreshälfte spürbar anregen. Dennoch bleibt der Gesamteffekt auf den Konsum letztlich sehr unsicher, da die privaten Haushalte weiterhin



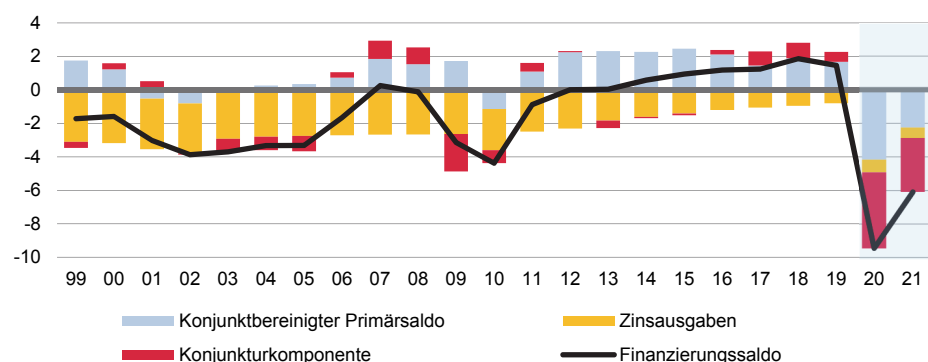
Allmählich aus der Konjunkturschlucht

vorsichtig agieren könnten. Diese Vermutung ergibt sich daraus, dass die Gesundheitsrisiken durch die COVID-19-Pandemie noch nicht verschwunden sind und die Lage am Arbeitsmarkt sich weiterhin verschlechtert. Die Wirkung des „Kinderbonus“ (auf das Wachstum) ist daher ebenso unsicher. Die Überbrückungshilfen für Firmen ist eine äußerst wichtige und unumgängliche Maßnahme, um die Finanzprobleme der am stärksten betroffenen Wirtschaftsbereiche zu lindern und eine negative Kettenreaktion aus Masseninsolvenzen, Arbeitslosigkeit und zusätzlicher Nachfrageschwäche zu verhindern. Dennoch bleibt abzuwarten, inwieweit diese Hilfen geholfen haben, einen drastischen Anstieg der Unternehmensinsolvenzen zu verhindern. Viele Beobachter erwarten im Herbst einen massiven Anstieg der Insolvenzen. Genau dann endet nämlich die gegenwärtige, von der Bundesregierung ausgesetzte Insolvenzantragspflicht für Firmen.⁸

Ausblick für den gesamtstaatlichen Finanzierungssaldo im DB Research Basis-Szenario

2

Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo, % GDP (Maastricht-Definition, VGR)



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

Die Deutsche Bundesbank betont in ihrem aktuellen Monatsbericht vom Juni 2020, dass die makroökonomischen Effekte des Fiskalpakets vom Juni im gegenwärtigen Umfeld besonders unsicher sind. In einer ersten sehr groben Abschätzung auf Grundlage von Standardmodellelastizitäten – welche zwar die mittleren historischen Zusammenhänge widerspiegeln, jedoch weder mögliche Vorzieheffekte durch die Mehrwertsteuersenkung, noch etwaige Vertrauenseffekte berücksichtigen – gelangt die Notenbank zu der Einschätzung, dass das deutsche (reale) BIP 2020 rund 1% und 2021 etwa ½% höher ausfallen könnte. Aufgrund der hohen Unsicherheiten bezüglich des weiteren Verlaufs der Pandemie, der Volkswirtschaft sowie der Reaktionen der privaten Haushalte und Firmen auf das Konjunkturpaket sehen wir im Moment davon ab, unsere Jahreswachstumsprognosen „feinzusteuern“. Diese lassen wir daher unverändert bei -9% für 2020 und +4% für 2021 (weitere Ausführungen finden sich in dieser Ausgabe in unserem Artikel zur deutschen Konjunktur). Ebenso sei darauf hingewiesen, dass der zusätzliche – vom Juni-Paket ausgehende – fiskalische Impuls in diesem Jahr deutlich geringer ausfällt als das Finanzvolumen auf den ersten Blick suggeriert (siehe Ausführungen in den nachfolgenden Abschnitten), was wiederum die Notwendigkeit, unsere Wachstumsprognose nach oben zu revidieren, reduziert.

⁸ Die Insolvenzantragspflicht wurde vorübergehend bis Ende September 2020 ausgesetzt.



Finanzwirkung des Pakets: Höheres Defizit in 2020, niedrigeres Defizit in 2021 und damit weitestgehend unveränderte Schuldendynamik

Alles in allem bleiben die fiskalischen Auswirkungen der Krise äußerst unsicher. Letztlich sind sie eine Funktion der (1) Corona-bedingten (diskretionären) Maßnahmen auf der Einnahmen- und Ausgabenseite des Staatshaushaltes (sowie der außerhalb des Haushalts getroffenen Maßnahmen), (2) der zyklisch-bedingten Verschlechterung des Finanzierungssaldos (bzw. des Wirkens der automatischen Stabilisatoren) sowie (3) etwaigen Belastungen aufgrund der Materialisierung staatlicher Garantien und/oder den mit den staatlichen Kredit- und Beteiligungsprogrammen in Verbindung stehenden fiskalischen Verlusten. Alle drei Komponenten hängen stark von den weiteren Entwicklungen ab (wie z.B. vom weiteren Verlauf der Pandemie, der Lage der Weltwirtschaft, der Wirksamkeit der Geld- und Fiskalpolitik, dem Bedarf der Firmen an staatlichen Hilfen, der Psychologie auf Seiten der Verbraucher und Unternehmen und damit den weiteren Entwicklungen beim Konsum und den Investitionen).

Der größte Teil der fiskalischen Mehrbelastungen wird in diesem Jahr anfallen, da das Fiskalpaket über EUR 130 Mrd. für die Jahre 2020/21 einen Schwerpunkt auf dieses Jahr legt. Addiert man die angegebenen Finanzwirkungen für alle in dem 15 Seiten langen Eckpunktepapier (des Koalitionsausschusses) aufgelisteten Maßnahmen („Corona-Folgen bekämpfen, Wohlstand sichern, Zukunftsfähigkeit stärken“), kommt man sogar auf ein deutlich höheres Finanzvolumen von insgesamt EUR 170 Mrd. In diesem Kontext sei jedoch erwähnt, dass manche Maßnahmen erst ab dem Jahr 2021 greifen (wie z.B. die Senkung der Strompreise). Ebenso kann davon ausgegangen werden, dass große Teile der Zukunftsinvestitionen nur allmählich abfließen werden und daher auch noch nicht in den Jahren 2020/21 defizitwirksam werden dürften. Dies mag insgesamt erklären, warum die Regierung das fiskalische Volumen mit „nur“ EUR 130 Mrd. angibt. Dennoch muss bedacht werden, dass die mit einzelnen Maßnahmen in Verbindung stehenden fiskalischen Belastungen noch nicht quantifiziert worden sind (dies gilt insbesondere für den auf EU-Ebene zu leistenden finanziellen Beitrag Deutschlands). Aus diesem Grund dürfte die fiskalische Gesamtbelastung des Pakets über die kommenden Jahre noch deutlich höher als die genannten EUR 170 Mrd. ausfallen.

Die Finanzwirkungen für 2020/21 betreffend, nehmen wir fortan die EUR 130 Mrd. als Arbeitshypothese. Nach Auskunft des Finanzministers Scholz entfallen EUR 120 Mrd. des Gesamtvolumens auf den Bund und die verbliebenen EUR 10 Mrd. auf die Länder. Des Weiteren entfallen EUR 90 Mrd. (Bund) auf das Jahr 2020 und lediglich EUR 30 Mrd. auf das Jahr 2021. Dadurch, dass große Teile des ersten Nachtragshaushaltes vom März noch nicht ausgeschöpft worden sind (Scholz erwähnte in diesem Zusammen einen Gesamtbetrag von mehr als EUR 60 Mrd.), fiel der zweite Nachtragshaushalt (Juni) deutlich kleiner aus als man auf den ersten Blick vermutet hätte. Insgesamt sieht der zweite Nachtragshaushalt für das Haushaltsjahr 2020 eine Nettokreditaufnahme von insgesamt EUR 218,5 Mrd. (6,9% vom BIP) vor. Dieser Betrag setzt sich aus (a) der im Rahmen des ersten Nachtragshaushalts (März) gewährten Nettokreditaufnahme (von EUR 156 Mrd.) und (b) der nunmehr zu Finanzierung des Konjunkturpakets erforderlichen zusätzlichen Nettokreditaufnahme von EUR 62,5 Mrd. (~ 2% vom BIP) zusammen. (Wie es scheint, beabsichtigt Finanzminister Scholz bereits mit dem Haushalt 2020, die erst in 2021 benötigten EUR 30 Mrd. über Kreditaufnahmeermächtigungen zu finanzieren). Mit Aufstellung des zweiten Nachtragshaushaltes hat die Regierung auch davon Abstand genommen, Teile des diesjährigen Finanzierungsdefizits über einen Abbau der „Flüchtlingsrücklage“⁹ zu decken. Diese Rücklage mit einem Volumen von annähernd EUR 50

⁹ Ursprünglich wollte die Regierung im Jahr 2020 EUR 10,6 Mrd. aus dieser Rücklage entnehmen. Die Flüchtlingsrücklage betrug Ende 2019 EUR 48,2 Mrd.



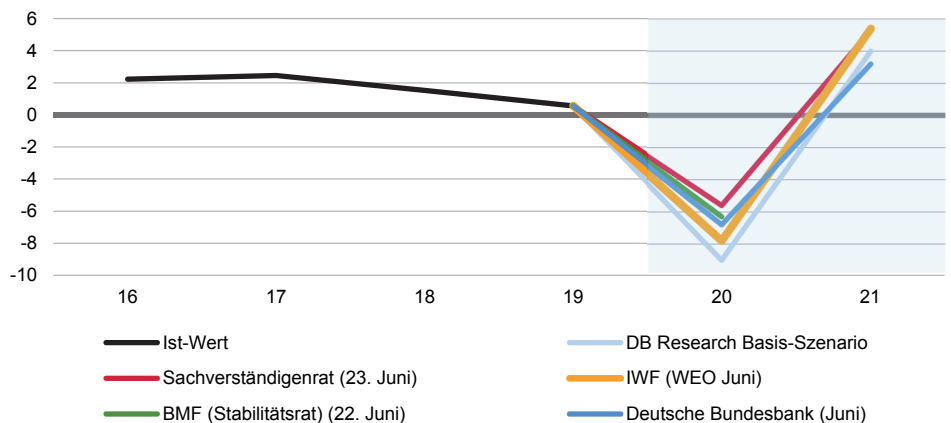
Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Mrd. (Stand: Ende 2019), die aus in vergangenen Haushaltsjahren erteilten Kreditaufnahmeermächtigungen herrührt, erhöht die finanzielle Schlagkraft der Regierung für den Bedarfsfall noch weiter. Wie es aussieht, möchte die Regierung einen große „Kraftreserve“ aufbauen, die sie in den nächsten beiden Jahren flexibel einsetzen kann (je nach tatsächlichem Bedarf).

Wachstumsprognosen für Deutschland im Überblick

3

Reales BIP, % gg. Vj.

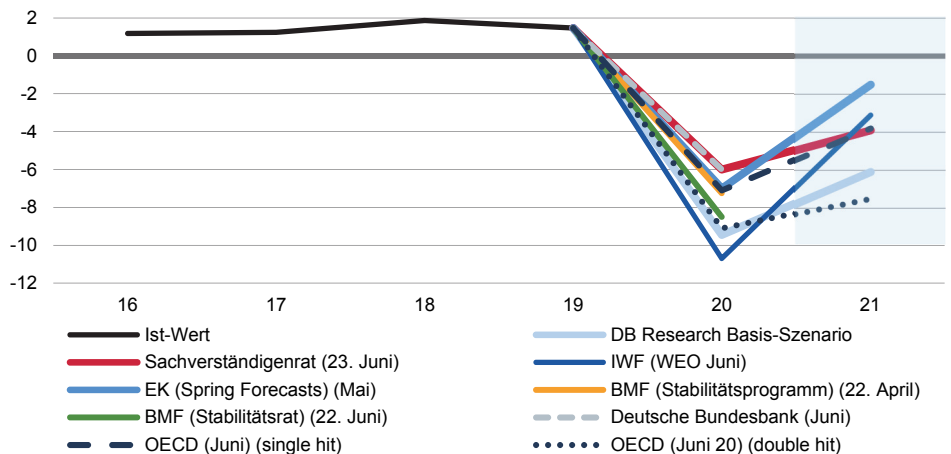


Quellen: Statistisches Bundesamt, IWF, Bundesfinanzministerium, Sachverständigenrat, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Projektionen für den deutschen Staatshaushalt im Überblick

4

Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo, % BIP (Maastricht-Definition, VGR)



* des Deutschen Stabilitätsrates

Quellen: Statistisches Bundesamt, IWF, OECD, Europäische Kommission, Bundesfinanzministerium, Sachverständigenrat, Unabhängiger Beirat des Deutschen Stabilitätsrates, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Für die Aktualisierung unserer Fiskalprojektionen ist entscheidend, dass der zusätzliche fiskalische Impuls des Pakets deutlich kleiner ausfällt als das Finanzvolumen von EUR 130 Mrd. suggeriert. Das Paket erhöht unsere Projektion für das gesamtstaatliche Finanzierungsdefizit im Jahr 2020 nur moderat. Dies liegt darin begründet, dass ein großer Teil des für 2020 vorgesehenen Stimulus (~ EUR 100 Mrd.) durch noch nicht ausgeschöpfte Mittel aus dem ersten Nachtragshaushalt (vom März) gegenfinanziert werden sollen (mehr als EUR 60 Mrd.). Letztere haben wir jedoch in unserer bisherigen Projektion für das Finanzierungsdefizit bereits berücksichtigt. Ebenso beziehen sich einige Programmposten auf innerstaatliche Transfers (wie z.B. die Kompensationszahlungen für die kommunalen Gewerbesteuerausfälle), die zu keinen Veränderungen beim



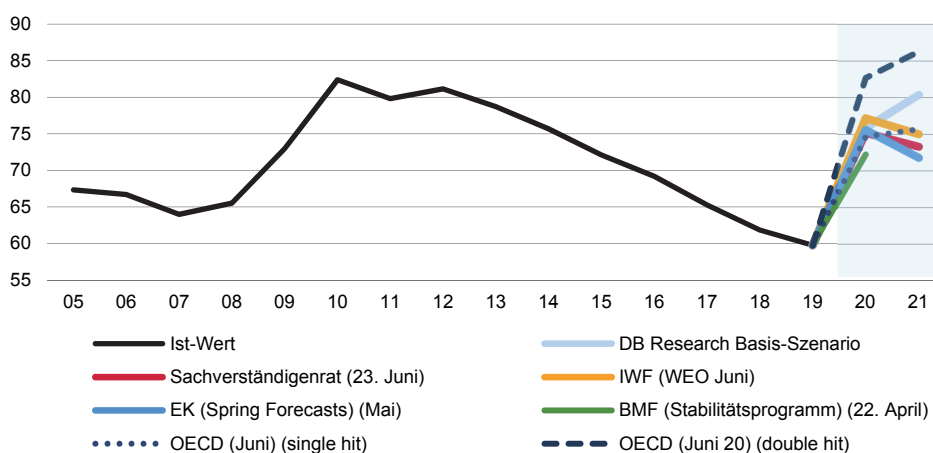
Allmählich aus der Konjunkturschlucht

gesamtstaatlichen Finanzierungsdefizit führen. Diese Transfers werden auf rund EUR 15,8 Mrd. im Jahr 2020 geschätzt und sind – per Definition – bereits in unserer Projektion für das zyklische Defizit enthalten (welches den Gesamteinfluss der automatischen Stabilisatoren auf das Staatsdefizit zu quantifizieren versucht). Die fiskalische Mehrbelastung für 2020 (zusätzlich zu unserer bisherigen Fiskalprojektion) dürfte daher wohl „nur“ eine Größenordnung von EUR 25 Mrd. erreichen.

Projektionen für die deutsche Staatsverschuldung im Überblick

5

Gesamtstaatliche Bruttostaatsverschuldung, % BIP (Maastricht-Definition)



Quellen: Statistisches Bundesamt, IWF, EK, OECD, Bundesfinanzministerium, Sachverständigenrat, Deutsche Bank Research

Im Ergebnis haben wir unsere Defizitprojektion für das Jahr 2020 nur moderat angehoben (von 8,7% auf 9,5% vom BIP). Für unsere Projektion für das Jahr 2021 gibt es einen gegensätzlichen Effekt. Bisher haben wir mit einem Defizit von 8% gerechnet. Diese Einschätzung hat auf der Annahme gefut, dass die Regierung im nächsten Jahr ein fiskalisches Stimulus-Paket im Volumen von EUR 100 Mrd. auflegen würde. Da der zusätzliche Stimulus im Jahr 2021 sich nunmehr jedoch „nur“ noch auf geschtzte EUR 30 Mrd. beläuft, haben wir auch konsequenterweise unsere Defizitprojektion für 2021 auf 6,1% herabgesetzt (siehe Grafik 2). Damit bleiben unsere Projektionen für die gesamtstaatliche Verschuldungsquote Deutschlands weitestgehend unverändert. Wir gehen nunmehr davon aus, dass die Schuldenquote bis zum Jahresende 2020 auf 75,9% vom BIP steigen könnte (zuvor: 75,6%). Bis Ende 2021 könnte sie weiter auf 80,4% klettern (zuvor: 82,2%) (siehe Grafik 5).

Grundsätzlich sind wir bezüglich des Fiskalausblicks deutlich skeptischer als der Konsens (nur der IWF projiziert mittlerweile ein größeres Defizit für 2020, siehe Grafik 4). Der Großteil der Prognoseunterschiede kann jedoch durch die unterschiedlichen Wachstumsannahmen (siehe Grafik 3) (und damit unterschiedlichen Schätzungen für das zyklisch-bedingte Defizit) erklärt werden. Aber auch unterschiedliche Annahmen über die Ausnutzung von staatlichen Hilfsprogrammen, potenzielle – in Verbindung mit Garantien und Kreditaktivitten – anfallende Verluste und/oder der tatsächliche Abfluss staatlicher Investitionen können zu deutlich unterschiedlichen Fiskalprojektionen führen. Im Kontext eines Benchmarkings unserer Fiskalprojektionen ist die Einschätzung des Unabhängigen Beirats des Deutschen Stabilittsrats interessant. So rechnet der Unabhängige Bereit damit, dass das diesjährige Finanzierungsdefizit auf mehr als 9% vom BIP steigen könnte (unter Berücksichtigung des jüngsten Fiskalpakets). Er merkt dabei kritisch an, dass die Regierung ihm keine konsistente (aktualisierte) Prognose für das gesamtstaatliche Finanzierungsdefizit vorgelegt hat. Auf



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Grundlage einer rechnerischen Fortschreibung der April-Prognosen des Bundesfinanzministeriums (aus dem Stabilitätsprogramm 2020) könnte das strukturelle Defizit in diesem Jahr auf 5 ½% vom BIP steigen (ohne Berücksichtigung des jüngst verabschiedeten Fiskalpakets). Addiert man unsere Projektion für das zyklische Defizit (~ 4 ½% vom BIP) zu dem vorgenannten strukturellen Defizit, kommt man bereits auf ein Finanzierungsdefizit von 10%. Diese einfache Überschlagsrechnung untermauert letztlich unsere – auf einer deutlich pessimistischeren Wachstumsprognose ansetzenden – Defizitprojektion für das Jahr 2020.

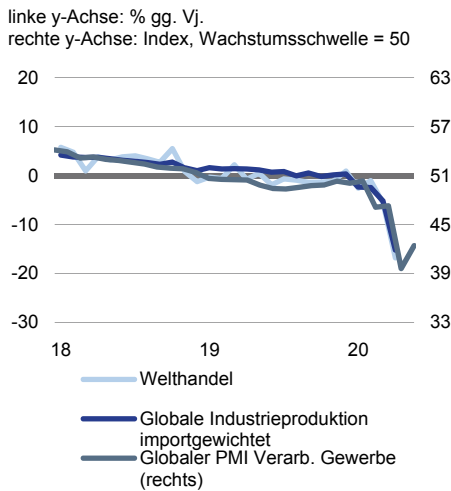
Insgesamt unterliegen die Staatsfinanzen im weiteren Verlauf hohen Risiken. Sollte eine zweite Infektionswelle die Weltwirtschaft und Deutschland treffen, könnte der Wachstumseinbruch noch deutlich schärfer ausfallen als wir in unserem Basis-Szenario angenommen haben. In einem noch ungünstigeren Szenario, in dem das reale BIP Deutschlands um rund 15% einbricht und im Anschluss nur sehr geringfügig steigt (2021: +1%), könnte das gesamtstaatliche Finanzierungsdefizit auf 13% vom BIP (2020) und 12 ½% (2021) steigen. Dies würde die Bruttoschuldenquote auf 83 ½% (2020) und rund 95% (2021) nach oben treiben.

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



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Welt: Handel und Produktion 1



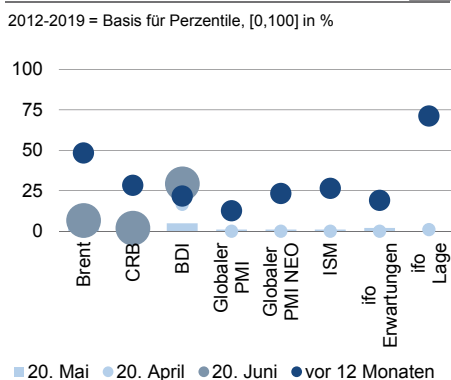
Welthandel: Verstärkter Protektionismus nach der Corona-Pandemie

- Der Schock für die Weltwirtschaft scheint größtenteils im April und Mai 2020 erfolgt zu sein. Nach einer Kontraktion um 2,5% gg. Vorquartal in Q1 rechnen wir mit einem Einbruch des globalen Güterhandels um 21% im zweiten Quartal. Danach dürfte es lediglich zu einer allmählichen Erholung kommen, sodass wir im Jahresdurchschnitt 2020 einen Rückgang um 13,6% prognostizieren. 2021 ist dann eine Erholung um 7,5% zu erwarten.
- Wie von uns erwartet sind erste Anzeichen für eine Belebung zu erkennen. In zahlreichen entwickelten Ländern verbessert sich die Pandemiesituation stetig. Dementsprechend tendieren die Konjunkturindizes wieder aufwärts. Chinesische Unternehmen haben einige niedrige Rohstoffpreise genutzt, um ihre Lagerbestände aufzufüllen. Dies hat einen Minipreiszyklus bei Eisenerz und Kupfer ausgelöst und dürfte wohl auch die Ursache für den Anstieg des Baltic Dry Index in den vergangenen Wochen sein.
- Den bilateralen Exportdaten zufolge haben sich die entwickelten Volkswirtschaften in Asien relativ gut erholt. In einigen Fällen sind die Exporte gegenüber dem Vorjahr sogar angestiegen. Die asiatischen Schwellenländer haben dagegen nach wie vor mit der Gesundheits- und Wirtschaftskrise zu kämpfen.
- Die unterschiedliche Entwicklung der entwickelten Länder und der Schwellenländer in Asien könnte Hinweise auf den zu erwartenden Verlauf in Europa bzw. Nord- und Südamerika geben. Auf beiden Kontinenten hat die Gesundheitskrise im Lauf der letzten Wochen in den entwickelten Ländern einen leichteren Verlauf genommen als in den Schwellenländern. Ausnahmen bestätigen die Regel.
- Globale Wertschöpfungsketten könnten an Attraktivität verlieren und durch kontinentale Wertschöpfungsketten ersetzt werden. Rein kontinentale Produktionsketten sind für globale Krisen insgesamt weniger anfällig und lassen sich im Krisenfall besser in den Griff bekommen. Für diese Einschätzung spricht auch, dass in den vergangenen Wochen weitere geo- und handelspolitische Spannungen aufgetreten sind, die den allgemeinen Trend zu mehr Protektionismus verstärken.
- Daher gehen wir davon aus, dass der globale Güterhandel bzw. der globale Handel mit Gütern und Dienstleistungen auch nach der wirtschaftlichen Erholung lediglich um durchschnittlich 1,7% p.a. bzw. um durchschnittlich 3% p.a. wachsen wird. Vor der Corona-Pandemie lagen die jährlichen Durchschnittswerte im Zeitraum von 2012 bis 2019 bei 2,2% bzw. 3,3%.

Industrielle Rohstoffpreise 2



Welthandelsindikatoren 3

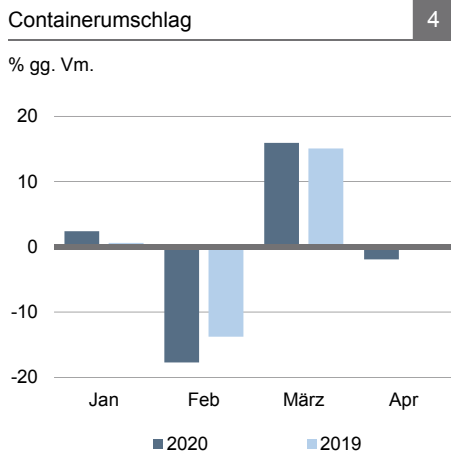


Gewisse Hoffnungsschimmer für den Welthandel, vor allem in Europa

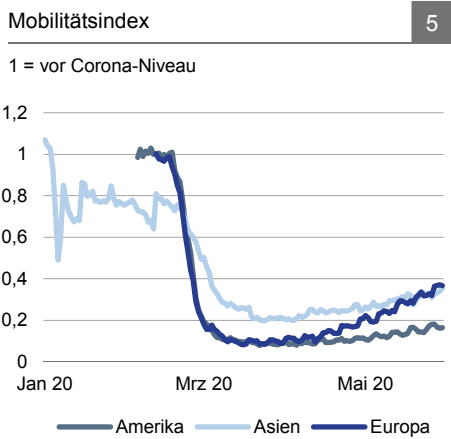
In den westlichen Ländern wurde die Wirtschaft im April und Mai allmählich wieder hochgefahren, wodurch sich die Aussichten verbessert haben. Nach einer Kontraktion um 2,5% gg. Vorquartal in Q1 prognostizierten wir einen Einbruch des globalen Güterhandels um 21% im zweiten Quartal. Der am 25. Juni veröffentlichte historische Rückgang für den April in Höhe von 12,1% gegenüber dem Vormonat bestätigt unsere Einschätzung. Zahlreiche Indikatoren für den Welthandel (Preise ebenso wie Umfragedaten) fielen im April und Mai auf neue Allzeittiefstände. Harte Daten, z.B. der Containerumschlag, schwankten im Februar und März wegen des chinesischen Neujahrsfests und des Lockdown in China stark. Im Mai wurde mit fast -7% gg. Vj. der stärkste Rückgang des Con-



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

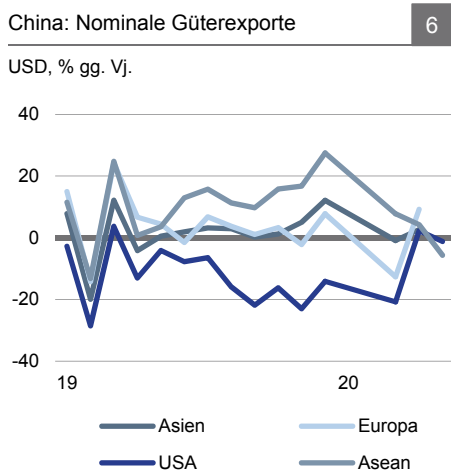


Quellen: RWI/ISL, Deutsche Bank Research



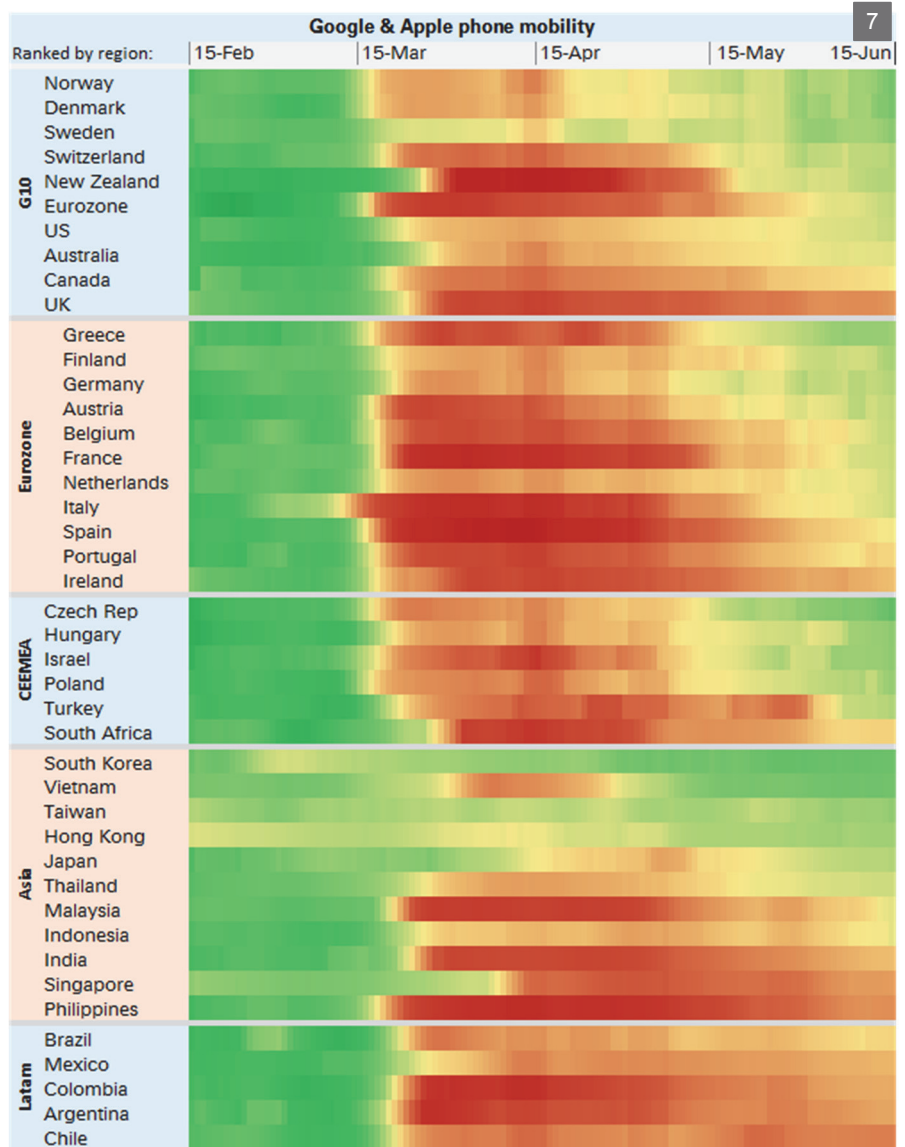
Anm.: Durchschnittlich etwa 10 Städte pro Kontinent

Quellen: Citymapper, Deutsche Bank Research



Quellen: NBS, Deutsche Bank Research

tainerumschlag-Index seit der globalen Finanzkrise verzeichnet. In den vergangenen Wochen deuteten jedoch einige Entwicklungen auf eine spürbare Verbesserung der Lage hin. Erstens ist die Pandemie in den entwickelten Ländern – zumindest in den meisten asiatischen und europäischen Staaten und einigen US-Bundesstaaten – stetig weiter unter Kontrolle gekommen. Zweitens deuten Daten von Citymapper¹⁰, anhand derer die Nutzung von öffentlichen und sonstigen Verkehrsmitteln sowie die Zahl von Radfahrern und Fußgängern in großen Städten rund um die Welt gemessen werden kann, darauf hin, dass die Europäer auf eine (zumindest allmähliche) Normalisierung des Alltags drängen. Wenn die bisherigen Trends anhalten, sollte sich die Lage in Europa in 270 Tagen, in Asien in 440 Tagen und in Nord- und Südamerika in 650 Tagen normalisiert haben. Diese Daten stehen weitgehend mit den von Google und Apple gesammelten Daten zu den Bewegungen von Handys im Einklang.¹¹



Anm.: Zuerst veröffentlicht in Winkler, Robin: Europe overtakes. FX Blog vom 17. Juni 2020.

Quelle: Deutsche Bank Research

¹⁰ <https://citymapper.com/cmi>

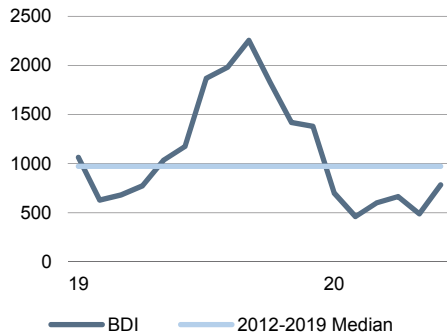
¹¹ Vgl. Winkler, Robin (2020). Europe overtakes. FX Blog. Deutsche Bank Research. 17. Juni.



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Baltic Dry Index (BDI) 8

Index der Zeitcharterdurchschnittskosten von Capesize, Panamax, Supramax (Schiffsklassen)



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

In Europa könnte sich die Nachfrage nach Konsumgütern dementsprechend rascher erholen als in Asien oder in Nord- und Südamerika. Da der innereuropäische Handel von großer Bedeutung für die Weltwirtschaft ist, sollte dies auch zur Belebung des Welthandels beitragen. Drittens liegen die Rohstoffpreisindizes zwar insgesamt noch um 10% unter dem Niveau vor der Pandemie, die Preise für Eisenerz und Kupfer sind jedoch von ihrem Tiefstand im März um rund 20% angestiegen. Grund dafür ist ein Lageraufbau in China, der die Lockdown-bedingte Nachfrageschwäche in anderen Ländern kompensiert hat. Aufgrund dieses Nachfrageanstiegs hat der Baltic Dry Index, der die Nachfrage nach Containerschiffen misst, den Abstand zwischen seinem zuvor sehr niedrigen Niveau bis zum normalen Stand zur Hälfte wieder aufgeholt. Wir sehen dies allerdings als einmaligen, durch China ausgelösten Minizyklus an¹² und noch nicht als Beginn einer vollständigen Normalisierung.

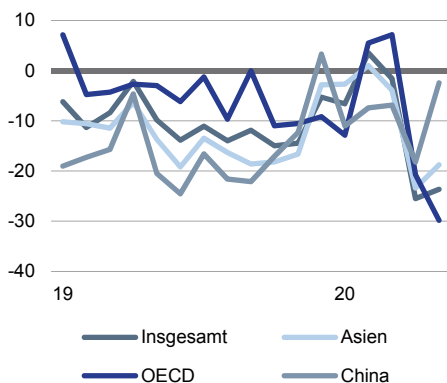
Hohe Exportdynamik in den entwickelten asiatischen Ländern

Der Welthandel brach in mehreren asynchron verlaufenden Wellen auf den einzelnen Kontinenten zusammen. Zu Jahresbeginn erhielt zunächst die Konjunktur in Asien einen kräftigen Dämpfer. Rund sechs Wochen später war es in Europa so weit, und nach etwa weiteren vier Wochen gerieten die amerikanischen Volkswirtschaften in schweres Fahrwasser. Das erneute Hochfahren nach dem Lockdown erfolgte nach einem ähnlichen Muster. Die globalen Exportdaten deuten erneut auf eine Phasenverschiebung der Wellen zwischen den einzelnen Kontinenten hin, wobei einige asiatische Länder vorn liegen.

In den entwickelten asiatischen Volkswirtschaften sowie denjenigen Ländern, die an wichtigen Schaltstellen in die globalen Wertschöpfungsketten eingebunden sind (z.B. China, Korea oder Japan), schrumpften die Exporte (zumindest innerhalb der Region) für eine kurze Zeit, erholten sich jedoch rasch wieder. So stiegen z.B. Koreas Exporte nach China nach einem Einbruch im April rasch wieder an und waren im Mai praktisch unverändert gegenüber dem Vorjahr. Dasselbe gilt für die japanischen Exporte nach Korea; die Exporte nach Taiwan liegen für das Gesamtjahr 2020 sogar im Plus. Dasselbe gilt für die US-Exporte nach Japan und China, die zumindest bis April (jüngste verfügbare Daten) noch relativ gut abschnitten. Auf Sektorebene wird die Entwicklung in den entwickel-

Korea: Nominale Güterexporte 9

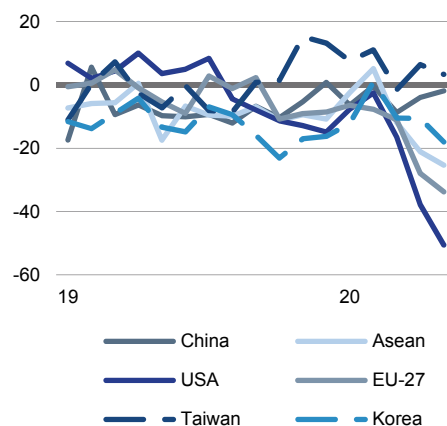
USD, % gg. Vj.



Quellen: Korea International Trade Association, Deutsche Bank Research

Japan: Nominale Güterexporte 10

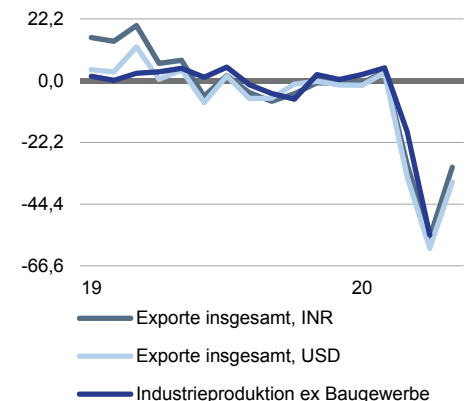
JPY, % gg. Vj.



Quellen: Ministry of Finance, Deutsche Bank Research

Indien: Nominale Güterexporte und Produktion 11

INR und USD, % gg. Vj.



Quellen: Ministry of Commerce and Industry, Deutsche Bank Research

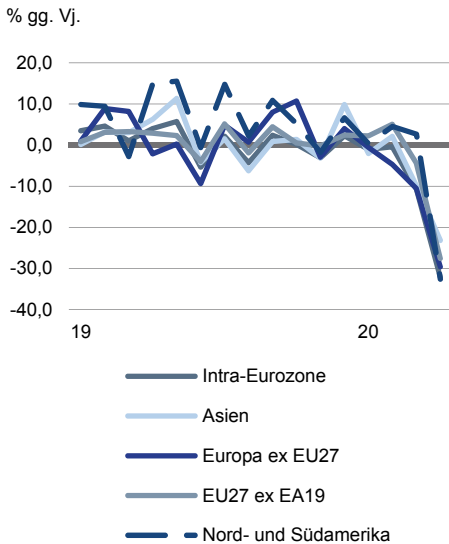
¹² Vgl. Snowden, Nick (2020). Mini Super Cycle. Commodities Outlook. DB Research. 9. Juni.



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Eurozone: Nominale Güterexporte

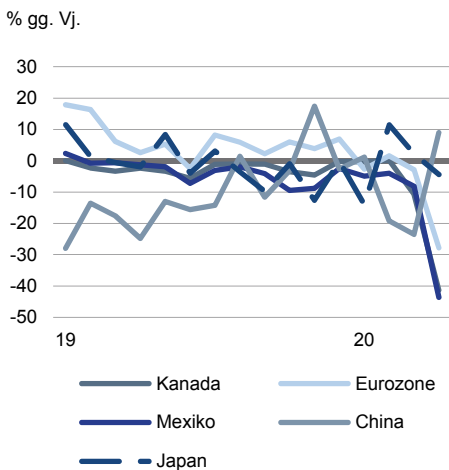
12



Quellen: Deutsche Bank Research, Haver Analytics LP

USA: Nominale Güterexporte

13



Quellen: Haver Analytics LP, Deutsche Bank Research

ten asiatischen Ländern vor allem von der Nachfrage nach medizinischen Gütern und Elektrogeräten getragen.¹³ Durch Streaming und Telearbeit ist die Nachfrage nach elektronischen Geräten kräftig angestiegen. Aus Makro-Sicht tragen der günstige Verlauf der Pandemie und umfangreiche fiskal- und geldpolitische Impulse zur Belebung des Konsums bei. Dadurch wird die Nachfrage gestützt, was eine V-förmige Erholung ermöglicht.¹⁴

Die europäischen Exporte stellen dabei eine Ausnahme dar. Aufgrund des Angebotschocks, d.h. der Schließung großer Fertigungsstätten im März und April, brachen die bilateralen Exporte komplett ein. Für Mai rechnen wir allerdings mit einer deutlichen Erholung der Exporte nach Asien. Bereits vor einigen Wochen gingen wir in unserer Prognose für die bilateralen deutschen Exporte in wichtige asiatische Länder davon aus, dass die Zahlen für das Gesamtjahr 2020 relativ wenig betroffen sein sollten.¹⁵ Gleichzeitig deuten unsere Exportdaten darauf hin, dass von der Pandemie stark betroffene asiatische Schwellenländer noch einige Zeit lang schwächeln sollten, weil die Entwicklung durch Nachfrage- und Angebotseinschränkungen belastet wird. So lagen Koreas Exporte in andere asiatische Länder insgesamt im Mai noch um 20% unter dem Vorjahreswert. Ebenso gingen Chinas Exporte insgesamt zwar nur um 3,3% zurück, die Exporte in die Asean-Länder¹⁶ jedoch um 5,7%. Die Schwäche der asiatischen Schwellenländer schlägt auch auf Indiens Exporte durch. Sowohl in US-Dollar als auch in indischen Rupien lagen die Exporte im Mai noch um 30% unter dem Vorjahresniveau. Und Indiens Produktion schrumpfte in den vergangenen drei Monaten ähnlich stark. Da das erneute Hochfahren des Landes im Juni zu einem Anstieg der Infektionszahlen zu führen scheint, könnte eine Normalisierung noch in weiter Ferne liegen.¹⁷ Ähnliche Entwicklungen sind in anderen asiatischen Schwellenländern (abgesehen von Korea und China) zu erwarten, wo die Pandemie-situation noch einige Zeit lang eine Herausforderung darstellen könnte.

Asien als Blaupause für europäische und amerikanische Länder

Genau wie in Asien dürfte der Verlauf auch in Europa sowie in Nord- und Südamerika sehr heterogen sein. Die entwickelten europäischen Volkswirtschaften, Kanada und einige US-Bundesstaaten könnten in den kommenden ein bis zwei Jahren langsam bzw. in einigen Fällen auch rasch zu einer neuen Normalität zurückfinden. Schwellenländern wie Brasilien, Mexiko, Russland oder der Ukraine fällt es jedoch bisher schwer, die Krise einzudämmen. In einigen Schwellenländern könnte es sogar wie in ihren asiatischen Pendanten zu einem exponentiellen Anstieg der Infektionszahlen kommen. Daher könnten sich die Exportaktivitäten zwischen den entwickelten Ländern in Asien, Europa und Nord- und Südamerika deutlich schneller erholen als die Exporte zwischen entwickelten Ländern und Schwellenländern bzw. den Schwellenländern untereinander. Eine Finanzkrise in einigen Schwellenländern könnte die Lage zusätzlich verschärfen, wie wir in den vergangenen Wochen bereits ausgeführt haben.¹⁸ Zudem wird noch einmal deutlich, dass die Produktion weltweit krisenanfällig bleibt. Staatliche Institutionen und private Anleger, die ihre Produktion kontrollieren möchten, könnten daher eher auf nahegelegene Standorte als auf komplexe und weltumspannende Produktionsketten setzen. Vor einigen Wochen haben wir bereits

¹³ Vgl. Emerging Markets Quarterly. DB Research. 11. Juni 2020.

¹⁴ Vgl. Lee, Juliana et al. (2020). Are we past the worst? Asia Macro Insight. DB Research, 12. Juni.

¹⁵ Möbert, Jochen (2020). Bilaterale Exporte: Große Unterschiede je nach Bestimmungsmarkt. Deutschland-Monitor. DB Research. 25. Mai.

¹⁶ Der ASEAN-Gruppe gehören Brunei Darussalam, Kambodscha, Indonesien, die Demokratische Volksrepublik Laos, Malaysia, Myanmar, die Philippinen, Singapur, Thailand und Vietnam an.

¹⁷ Vgl. Das, Kaushik (2020). India. Asia Macro Insight. DB Research. 12. Juni.

¹⁸ David Folkerts-Landau et al. (2020). Turning Gloomier. World Outlook Update. DB Research. 7. Mai 2020.



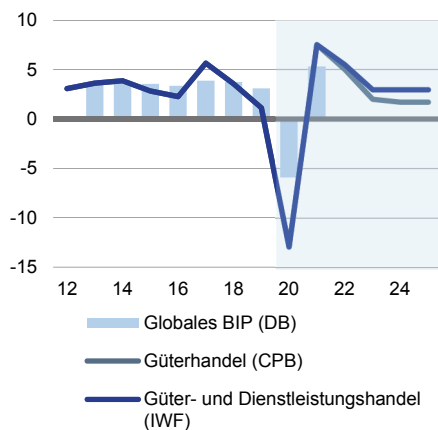
Allmählich aus der Konjunkturschlucht

darauf hingewiesen, dass kontinentale Wertschöpfungsketten an Bedeutung gewinnen könnten. Die Zeit, in der globale Wertschöpfungsketten immer weiter ausgebaut werden, könnte vorüber sein.¹⁹ Jede Entwicklung, so auch die Divergenz zwischen entwickelten Ländern und Schwellenländern in der Corona-Krise in den letzten Wochen, kennt auch Ausnahmen. Vor dem Wiederhochfahren der US-Wirtschaft hatten wir darauf hingewiesen, dass dies in den USA größere Risiken mit sich bringen könnte als in anderen Ländern mit flacheren Pandemiekurven. In den vergangenen Tagen sah es so aus, als könne die Krise in bevölkerungsreichen US-Bundesstaaten wie Florida oder Texas eskalieren; sowohl die Zahl der aktiv Infizierten als auch die Zahl der Krankenhausbehandlungen nahm zu. Einige US-Bundesstaaten könnten daher dazu gezwungen sein, wieder striktere Vorgaben zur sozialen Distanzierung einzuführen. Dies wäre ein klarer Rückschlag für die globalen Exporte. Bisher allerdings scheint es sich eher um lokale Entwicklungen als um eine zweite Welle zu handeln.²⁰

2012-2025: Globales BIP und Handel

14

% gg. Vj.



Quellen: CPB, Deutsche Bank Research, IWF

Ist mit einer weiteren Runde von Einschränkungen des Welthandels zu rechnen?

Harsche Rhetorik und Drohungen gegen den freien Handel kommen inzwischen in der Politik immer häufiger vor. Nicht nur die US-Regierung, sondern auch die australische Regierung wirft China vor, während der Pandemie falsche Informationen verbreitet zu haben. Zudem hat Chinas ursprünglicher Umgang mit der Corona-Krise zu Spannungen im Verhältnis zwischen Indien und China geführt. Der jüngste militärische Zusammenstoß an der indisch-chinesischen Grenze, der auch Todesopfer forderte, verdeutlicht, dass die Lage weiter eskalieren könnte. Im Jahr 2019 hatte der bilaterale Handel zwischen den beiden Ländern lediglich einen Anteil von 0,1% bzw. 0,4% am gesamten Welthandel (für die USA/China bzw. China/USA liegen die entsprechenden Anteile bei 0,6% bzw. 2,2%). In den kommenden Jahren und Jahrzehnten könnten die beiden bevölkerungsreichen Länder jedoch zu wichtigen Handelspartnern werden, was wiederum beträchtliche positive Auswirkungen auf Südostasien und die Weltwirtschaft insgesamt haben würde. Weitere Auseinandersetzungen würden den mittel- bis langfristigen Ausblick für den globalen Handel daher dämpfen. Auch im Westen zeigt sich, wie komplex die globalen Beziehungen geworden sind. In der NATO wird über die Militärausgaben gestritten, vor allem über den für 2024 angestrebten Zielwert von 2%.²¹ Die USA und die EU sind uneins über eine globale Digitalsteuer und in den kommenden Wochen wird die WTO darüber entscheiden, ob die EU wegen der US-Subventionen für Boeing zu Vergeltungsmaßnahmen berechtigt ist. Zudem ist die künftige Rolle der WTO weiterhin ungeklärt. Insbesondere die Schlichtung von Streitigkeiten zwischen WTO-Ländern, seit Jahrzehnten das juristische Rückgrat des Welthandels, bleibt gefährdet. Und auch der Ausgang der Handelsverhandlungen zwischen Großbritannien und der EU ist nicht klar. Der bereits vor der Corona-Pandemie zu erkennende Trend zu mehr protektionistischen Maßnahmen könnte sich erneut verstärken. Kürzlich hat die US-Regierung allerdings öffentlich bestätigt, dass sich China an das am 15. Januar unterzeichnete Phase One-Abkommen hält, und die oben angeführten Exportdaten zeigen, dass die USA und China auch in den vergangenen Monaten einen intensiven bilateralen Handel betrieben haben. Auch die relativ neuen Handelsabkommen zwischen der Europäischen Union und Japan bzw. Vietnam könnten in der Erholungsphase zusätzliche Im-

¹⁹ Moebert, Jochen (2020). Global trade faces negative record and structural shift. Focus Germany. DB Research. 25. Mai.

²⁰ Yared, Francis et al. (2020). Global Fixed Income Weekly 19. Juni.

²¹ Die offizielle Formulierung lautet: „Die Verbündeten kamen im Jahr 2014 überein, bis 2024 Verteidigungsausgaben in Höhe von 2% des BIP anzustreben.“ (eigene Übersetzung) Vgl. https://www.nato.int/cps/en/natohq/opinions_151503.htm (heruntergeladen am 22. Juni 2020).



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

pulse liefern. Die Dynamik könnte sich noch verstärken, wenn die aktuellen Verhandlungen mit den Philippinen, Indonesien und Australien oder womöglich die bereits im Jahr 2013 aufgenommenen Verhandlungen über das Investitionsabkommen zwischen der EU und China endlich abgeschlossen würden.

Unseres Erachtens werden jedoch die wachstumsdämpfenden Effekte (Stichworte: stärkerer Protektionismus, Pandemiesituation in zahlreichen Schwellenländern, langsame Erholung in den entwickelten Ländern und mehrfach unterbrochene globale Wertschöpfungsketten) kurzfristig überwiegen. Auch danach könnte das Wachstum des Welthandels im Durchschnitt schwächer ausfallen als vor der Corona-Pandemie. Dies hat die Finanzkrise gezeigt, die bereits eine Protektionismus-Welle auslöste. Daher prognostizieren wir eine relativ moderate Erholung des Welthandels und halten an unserer Wachstumsprognose von lediglich 7,5% für 2021 fest. Die gedämpfte, allmähliche Erholung sollte sich 2022 mit 5% fortsetzen. Danach sehen wir das neue durchschnittliche Wachstum bei 1,7% p.a. für den weltweiten Güterhandel bzw. 3% p.a. für den weltweiten Handel mit Gütern und Dienstleistungen. Beide Wachstumsraten sind etwas niedriger als vor der Corona-Pandemie. Zwischen 2012 und 2019 lagen sie durchschnittlich bei 2,2% bzw. 3,3%.

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



Urlaubsreisen in Zeiten von Corona: Weniger, kürzer, vermehrt im Inland

- Die Deutschen werden in der Corona-Krise weniger und kürzere Reisen unternehmen als in den Vorjahren.
- Deutschland selbst und heimatnahe Reisziele, die mit dem Auto erreicht werden können, profitieren von der Krise. Zusätzliche Umsätze können in der Sommersaison aber nur dann erzielt werden, wenn im Vergleich zum Vorjahr ausreichend viele freie Kapazitäten verfügbar sind oder höhere Preise durchgesetzt werden können.
- Zu den Verlierern werden 2020 innerhalb von Europa jene Reiseziele zählen, die üblicherweise mit dem Flugzeug erreicht werden. Spanien ist hier an erster Stelle zu nennen. Fernreisen werden 2020 keine Rolle spielen.
- Das Auto wird als Verkehrsmittel der Wahl eine Renaissance erleben und den langfristig sinkenden Trend stoppen. Flugreisen werden an Bedeutung verlieren. Der Boom bei Kreuzfahrten erfährt eine Vollbremsung.
- 2020 könnten die Ausgaben der Deutschen im Ausland um 10% bis 20% sinken. Auf der Einnahmenseite dürfte Deutschland 2020 ebenfalls erhebliche Einbußen erleiden, weil die Rezession auf Besucher aus dem Ausland durchschlägt und Reisende aus manchen Herkunftsländern mit Quarantäneauflagen belegt werden dürften oder eine Einreise nicht gestattet wird.
- Nach der Corona-Krise wird die klima- und umweltpolitische Regulierung des Sektors (vor allem des Verkehrs) wieder zur größten strukturellen Herausforderung im Tourismus. Es bedarf besserer technologischer Lösungen für klimaverträgliches Reisen.

Die Corona-Krise wirbelt die Reisepläne der Deutschen im Sommer des Jahres 2020 gehörig durcheinander. Das Reiseverhalten zeichnete sich in der jüngeren Vergangenheit durch einige recht stabile Trends aus, von denen manche 2020 gebrochen werden.

Weniger Urlaubsreisen

In den letzten Jahren unternahmen stets knapp 80% der Deutschen eine Urlaubsreise von mindestens fünf Tagen Dauer (2019: 78%). 2020 könnte dieser Wert auf unter 75% sinken. So zeigen Umfragen vom April 2020, dass damals 14% der Befragten ihren Sommerurlaub bereits storniert hatten. Gut 30% hatten noch keinen Urlaub geplant, und gut ein Fünftel wegen Corona noch nicht gebucht. Die Gründe für eine geringere Reiseintensität im Jahr 2020 liegen auf der Nachfrage- und der Angebotsseite: Erstens führt die Rezession zu steigender Arbeitslosigkeit, mehr Kurzarbeit und Einkommenseinbußen; manche Haushalte kürzen in dieser Zeit ihre Reisebudgets. Zweitens mussten manche Eltern einen Teil ihrer Urlaubstage während der Schließung von Kitas und Schulen für die Betreuung der Kinder einsetzen; diese fehlen nun für Urlaubsreisen. Drittens fühlen sich manche Reisende angesichts der potenziellen Gefahren durch das Coronavirus nicht in Urlaubsstimmung oder möchten auf Massenverkehrsmittel verzichten. Viertens sind einige beliebte Urlaubskonzepte 2020 nicht oder nur mit starken Einschränkungen möglich, weshalb manche Urlauber lieber auf eine entsprechende Reise verzichten. Fünftens könnten manche Pauschalreisen (z.B. Gruppenreisen) wegen zu geringer Buchungszahlen oder durch Insolvenz der Betreiber ausfallen. Sechstens werden einige Reiseziele in diesem Sommer wegen fehlender Nachfrage oder aufgrund von Reisebeschränkungen nicht angefliegen. Schließlich besteht siebtens für die meisten außereuropäischen Länder über den Sommer hinweg eine Reisewarnung.



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Ein noch stärkeres Abrutschen der Urlaubsreiseintensität halten wir jedoch für wenig wahrscheinlich, denn in vielen europäischen Urlaubszielen hat sich die Corona-Krise seit April deutlich entspannt. Viele Unentschlossene dürften daher inzwischen bereit sein, zumindest eine kürzere Reise anzutreten. Ein Teil derjenigen, die eine Reise frühzeitig storniert hatten, dürfte inzwischen eine neue Reise (zu einem anderen Ziel) gebucht haben. Letztlich werden 2020 aber weniger Urlaubsreisen unternommen als in den Vorjahren.

Mittelmeer und Deutschland besonders beliebt

1

Anteil einzelner Regionen an den gesamten Reisezielen deutscher Urlauber, 2019, %



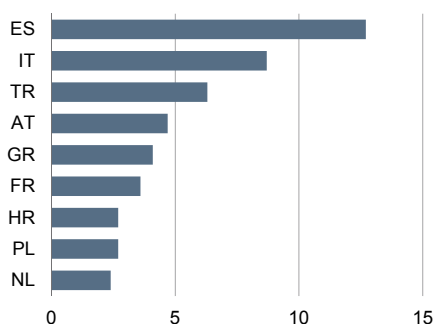
- Mittelmeer
- Westeuropa
- Osteuropa
- Skandinavien
- Fernreisen
- Deutschland
- Sonstige

Quelle: DRV

Beliebteste ausländische Urlaubsländer der Deutschen: Spanien vorn

2

Anteil der Zielländer an allen Urlaubsreisen ab fünf Tagen Dauer, %



Quelle: DRV

Mehr Urlaub in Deutschland und heimatnahen Regionen

Bezüglich der Reiseziele kommt es 2020 zu deutlichen Verschiebungen. 2019 gingen 74% aller Urlaubsreisen ab einer Dauer von fünf Tagen ins Ausland. Der Auslandsanteil nahm in den letzten Jahren langsam, aber recht stetig zu. So entfielen 2014 erst 69% aller Reisen auf das Ausland. Die beliebtesten Reiseziele der Deutschen waren 2019 die klassischen Mittelmeerdestinationen, also Spanien, Italien sowie die Türkei. Dahinter folgten Österreich, Griechenland sowie Frankreich. Gleichwohl war auch im letzten Jahr Deutschland mit einem Marktanteil von 26% das mit Abstand beliebteste Reiseziel der Deutschen. Hier lag Mecklenburg-Vorpommern vor Bayern, Schleswig Holstein und Niedersachsen. Letztlich dominieren also Urlaubsreisen ans Meer oder in die Berge.

Im Sommer des Jahres 2020 dürften Reiseziele in Deutschland zu den Gewinnern zählen. Zwar haben Hotels während des Lockdown unwiederbringliche Umsatzeinbußen erlitten. Ein Teil dieser Verluste dürfte jedoch durch höhere Buchungen im Sommer ausgeglichen werden, zumal behördlich angeordnete Kapazitätsbegrenzungen in Hotels etc. wieder zurückgenommen worden sind. Der zusätzliche Umsatzimpuls in den besonders beliebten Ferienregionen Deutschlands wird jedoch dadurch begrenzt, dass diese in der Hochsaison auch in normalen Zeiten weitgehend ausgebucht sind; hier fehlen also schlicht Kapazitäten, um (deutlich) mehr Urlauber als im Vorjahr zu beherbergen. Höhere Umsätze könnten hier durch eine Anhebung der Preise generiert werden, was z.B. mit dem Erfüllen behördlicher Auflagen begründet werden kann (Hygienemaßnahmen). Letztlich könnten Ferientziele profitieren, die bislang nicht so weit oben auf der Prioritätenliste der Deutschen standen und die nicht Urlaub am Meer oder in den Bergen (Alpen) als Hauptmotiv anbieten. Für diese Urlaubsregionen – etwa die deutschen Mittelgebirge oder die Seenlandschaften im Nordosten Deutschlands – besteht 2020 also die Chance, auf sich aufmerksam zu machen und auch langfristig als mögliches Reiseziel in den Fokus mancher Urlauber zu rücken.

Zu den Gewinnern dürften ferner heimatnahe ausländische Reiseziele mit geringem Infektionsgeschehen zählen. Österreich ist hier zu nennen. Das Land dürfte zumindest in jenen Regionen in der Lage sein, freie Kapazitäten anzubieten, wo der Skitourismus normalerweise die Haupteinnahmequelle bildet; diese sind in normalen Sommern nämlich zumeist nicht vollständig ausgebucht. Wanderurlaub ist zudem eine Reiseform, bei der das Infektionsrisiko recht gering ist, was für viele Urlauber ein wichtiges Kriterium sein dürfte. Auch andere Ziele, die aus Deutschland heraus recht bequem mit dem Auto erreicht werden können, dürften 2020 viele Urlauber anziehen. Neben Österreich also der Norden Italiens, Teile Frankreichs, der Norden Kroatiens, die Niederlande, Polen oder Dänemark. Auch hier gilt: Ein zusätzlicher Umsatzimpuls ist nur dann möglich, wenn überhaupt freie Kapazitäten angeboten oder höhere Preise durchgesetzt werden können. Das dürfte in vielen Urlaubsländern jedoch der Fall sein, denn die Nachfrage von Reisenden aus anderen Ländern dürfte 2020 wegen der Rezession oder aufgrund von Reisebeschränkungen für Urlauber aus Herkunftsländern mit hohem Infektionsgeschehen schrumpfen. Die Schweiz dürfte aufgrund der grundsätzlich hohen Preise nur wenige zusätzliche Urlauber aus Deutschland anziehen.



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Zu den Verlierern werden 2020 innerhalb von Europa jene Reiseziele zählen, die üblicherweise mit dem Flugzeug erreicht werden. Spanien ist hier an erster Stelle zu nennen. Viele spanische Urlaubsregionen dürften im Sommer 2020 seltener angefliegen werden als in den Vorjahren. Einbußen dürften auch bei Reisen in die Türkei, nach Griechenland, Ägypten oder Portugal zu verzeichnen sein.

Ganz klare Verlierer sind Fernreisen. Deren Anteil an den Urlaubsreisen der Deutschen war in den letzten Jahren langsam gestiegen. 2012 kamen sie auf einen Anteil von 7,2% aller Urlaubsreisen. 2019 waren es bereits 8,4%. Im Sommer des Jahres 2020 dürften Fernreisen weitgehend ausfallen. Die genannten Gründe auf der Nachfrage- und Angebotsseite sind hier relevant. Zu den Verlierern wird auch das Segment der Kreuzfahrten zählen, wo sich in den letzten 25 Jahren die Passagierzahl verzehnfacht hat. Kreuzfahrten dürften so lange unter der Corona-Krise leiden, bis es einen Impfstoff gegen das Virus gibt. Denn viele Urlauber werden wegen der begrenzten Möglichkeit, auf einem Schiff Abstand zu anderen Menschen zu halten, auf eine Kreuzfahrt verzichten. Die Branche dürfte versuchen, durch niedrige Preise einen Teil der Kunden wieder auf die Schiffe zu locken. Es wird jedoch einige Zeit dauern, bis die Einbußen aus der Krise wieder ausgeglichen werden können.

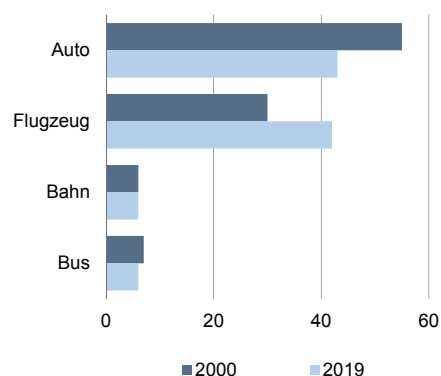
Reisedauer: Trend zu kürzeren Urlaubsreisen wird beschleunigt

In den vergangenen Jahrzehnten hat sich die durchschnittliche Reisedauer der Haupturlaubsreise der Deutschen stetig verringert. Lag diese 1983 noch bei mehr als 17 Tagen, waren es 2019 nur noch 13 Tage. Der Trend der letzten Jahre ging hin zu kürzeren, aber dafür mehr Reisen pro Jahr. Die Corona-Krise dürfte diese Entwicklung beschleunigen, wobei die Faktoren auf der Nachfrageseite dabei besonders relevant sind (Einkommenseinbußen, Arbeitslosigkeit, bereits verbrauchte Urlaubstage wegen des Lockdown).

Flugzeug hat vor Corona gegenüber dem Auto aufgeholt

3

Anteil der Verkehrsmittel für Urlaubsreisen der Deutschen, %



Quelle: DRV

Wahl der Verkehrsmittel: Renaissance des Autos

Das Auto hat in den vergangenen Jahren als Verkehrsmittel für die Urlaubsreise an Bedeutung verloren. 2019 wählten 43% der Deutschen das Auto als Verkehrsmittel. Im Jahr 2000 waren es noch 55%. Im gleichen Zeitraum hat das Flugzeug von 30% auf 42% zugelegt. 2020 könnte das Auto auf Marktanteile von (weit) über 70% kommen. Neben den zuvor erwähnten Faktoren (z.B. heimatnähere Urlaube) ist das fehlende Infektionsrisiko im eigenen Auto hierbei ein wichtiger Treiber. Sämtliche Alternativen zum Auto sind Massenverkehrsmittel. Radreisen dürften ebenfalls zu den Profiteuren zählen. Das immense Absatzplus bei E-Bikes in der Corona-Krise ist hierfür ein Indiz.

Ausgaben der Deutschen im internationalen Reiseverkehr dürften 2020 um 10% bis 20% sinken

Die Veränderungen im Reiseverhalten durch die Corona-Krise werden sich auch in der deutschen Zahlungsbilanz niederschlagen. Traditionell weist Deutschland ein hohes Defizit bei den Zahlungen im internationalen Reiseverkehr aus. So lagen die Ausgaben der Deutschen im Ausland 2019 bei gut EUR 82 Mrd. Dagegen erzielte Deutschland Einnahmen durch Zahlungen von Ausländern im Inland in Höhe von EUR 37,2 Mrd. 2020 könnten die Ausgaben der Deutschen im Ausland um 10% bis 20% sinken, weil weniger, kürzere und weniger teure Auslandsreisen unternommen werden. Die geringeren Einnahmen aus dem Tourismus sind ein Grund, warum unsere BIP-Prognose für klassische Urlaubsländer wie Spanien oder Italien pessimistischer ausfällt als für Deutschland. Auf der

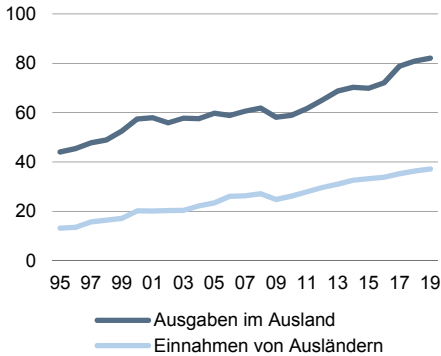


Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Deutschland: Defizit bei Zahlungen im internationalen Reiseverkehr

4

Ausgaben der Deutschen im Ausland und Einnahmen von Ausländern in DE, EUR Mrd.

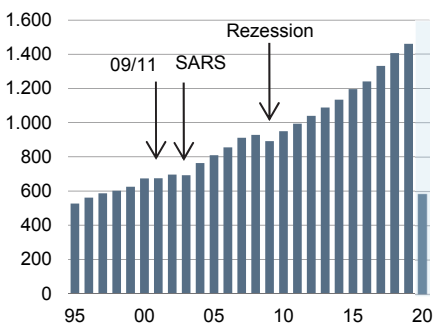


Quelle: Deutsche Bundesbank

Internationaler Tourismus: Immenser Einbruch durch Corona

5

Internationale Touristenankünfte, Mio.



Quellen: UNWTO, Deutsche Bank Research

Einnahmenseite dürfte Deutschland 2020 ebenfalls erhebliche Einbußen erleiden, weil die Rezession auch auf Besucher aus dem Ausland durchschlägt und Reisende aus manchen Herkunftsländern mit Quarantäneauflagen belegt werden dürften oder eine Einreise nicht gestattet wird.

Tourismus bleibt Wachstumsbranche

Die internationale Tourismuswirtschaft zählt zu den Sektoren, die am stärksten von der Corona-Krise getroffen werden. Dies gilt hinsichtlich Ausmaß und Dauer der Krise. Länder, die große Teile ihrer Wirtschaftsleistung im Tourismus erwirtschaften, werden noch einige Quartale oder gar Jahre mit Einbußen im Vergleich zum Vorkrisenniveau rechnen müssen. Im Gegensatz zu früheren externen Schocks (09/11, SARS, Terroranschläge in Urlaubsorten) wird es dieses Mal deutlich länger dauern, bis sich der Tourismus wieder erholt und auf Wachstumskurs zurückkehrt. Letztlich bedarf es eines Impfstoffes, um die Folgen der Corona-Krise gänzlich zu überwinden. Und dennoch bleibt die Tourismuswirtschaft global eine Wachstumsbranche. Der Wunsch zu reisen und die Welt zu erkunden ist tief im Menschen verwurzelt. Die Urlaubsreise ist ein superiores Gut. Mit steigenden Einkommen geben die Menschen überproportional mehr Geld für Reisen aus. Sobald die gesundheitlichen Risiken durch das Coronavirus wieder minimiert und irgendwann eliminiert sind, wird sich das Wachstum in der Tourismuswirtschaft aus den letzten Jahrzehnten fortsetzen. Nach der Corona-Krise wird die klima- und umweltpolitische Regulierung des Sektors (vor allem des Verkehrs) wieder zur größten strukturellen Herausforderung im Tourismus. Es bedarf besserer technologischer Lösungen für klimaverträgliches Reisen. Ordnungsrechtliche Einschränkungen des Reiseverkehrs im Sinne des Klimaschutzes oder eine deutliche Verteuerung des Verkehrs über Steuern oder Abgaben dürften demokratisch vorerst nicht mehrheitsfähig sein.

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



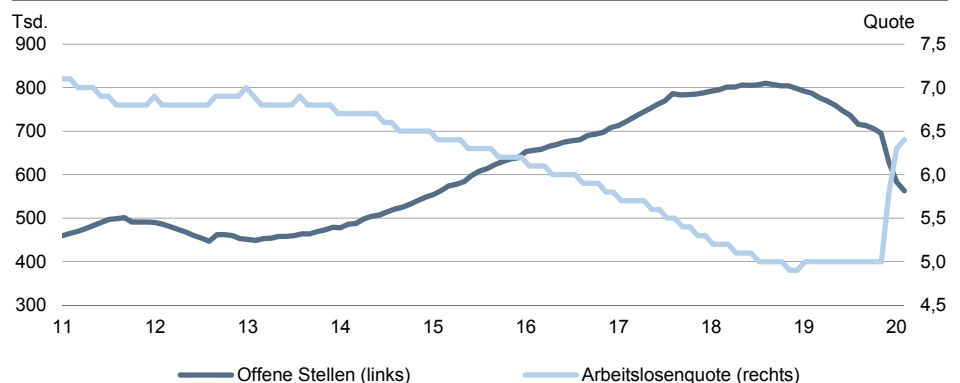
Deutscher Arbeitsmarkt in der Corona-Krise

Die Corona-Pandemie und die Auswirkungen der Eindämmungsmaßnahmen werden die deutsche Wirtschaft im Jahr 2020 in den größten Konjunkturreinbruch der Nachkriegszeit stürzen. Schon jetzt sind die Folgen am deutschen Arbeitsmarkt deutlich sichtbar. Die positive Entwicklung der vergangenen Jahre ist vorerst beendet. Die Bundesagentur für Arbeit (BA) schätzt, dass infolge der Corona-Pandemie die Arbeitslosenzahl allein in den Monaten April bis Juni um rund 638.000 Personen anstieg. Gut die Hälfte (53%) war dabei auf vermehrte Zugänge aus bzw. verringerte Abgänge in Beschäftigung und Selbstständigkeit zurückzuführen. Knapp ein Drittel der Zunahme entfiel auf Personen (193.000), die zuvor an entlastenden arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen der BA teilnahmen, die Corona-bedingt ausgesetzt waren. Die Wiederaufnahme dieser Maßnahmen dürfte die Arbeitslosenzahl dann in den nächsten Monaten etwas dämpfen. Rund 21% wurden rein rechnerisch „Sonstigen Gründen“ zugeordnet. Insgesamt nahm die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl im Monat Juni auf 2,94 Mio. zu. Im Durchschnitt von Q1 war sie noch auf 2,27 Mio. gefallen. Dementsprechend stieg die monatliche Arbeitslosenquote im Juni auf 6,4% (Q1: 5%). Die Verschlechterung der Arbeitsmarktsituation spiegelt sich auch im Rückgang der bei der BA gemeldeten offenen Stellen (Juni: 563 Tsd. gg. Q1: 704 Tsd.) wider. Trotz der konjunkturellen Belebung und der Wiederaufnahme entlastender arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen ist im Juli mit einem weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit um knapp 100.000 Personen zu rechnen.

Der Anstieg der Arbeitslosenzahl wird sich auch in der zweiten Jahreshälfte noch fortsetzen. In Q3 und Q4 des laufenden Jahres ist mit einem Zuwachs von jeweils rund 300.000 Personen zu rechnen, da in vielen Branchen Strukturanpassungen stattfinden. Zudem dürften die Unternehmen infolge der vergleichsweise verhaltenen konjunkturellen Belebungsaussichten auch mit Neueinstellungen erst einmal vorsichtig bleiben. Vorlaufende Arbeitsmarktindikatoren untermauern diesen Ausblick.

Deutscher Arbeitsmarkt: Corona-Pandemie zeigt bereits seit April deutliche Auswirkungen

1



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Nach ihren historischen Tiefstständen zu Beginn von Q2 signalisieren deren jüngste Aufwärtstendenzen unseres Erachtens keine rasche Stabilisierung des Arbeitsmarktes. Obwohl sich die Beschäftigungsaussichten im Dienstleistungssektor laut PMI und ifo-Barometer (Salden: Juni: -3 gg. Mai: -13,6) im Juni verbesserten, was nach dem dramatischen Einbruch während des Lockdown keine Überraschung sein dürfte, signalisieren beide Indikatoren für die Industrie (Komponente im ifo-Barometer (Salden): Jun: -26,2 gg. Mai: -29,2) weitere Entlassungen. Besonders betroffen dürften Schlüsselsektoren wie die Automobilindustrie, die Elektrotechnik und der Maschinenbau sein, aber auch in der Luftfahrtindustrie gibt es Anzeichen für Entlassungen.

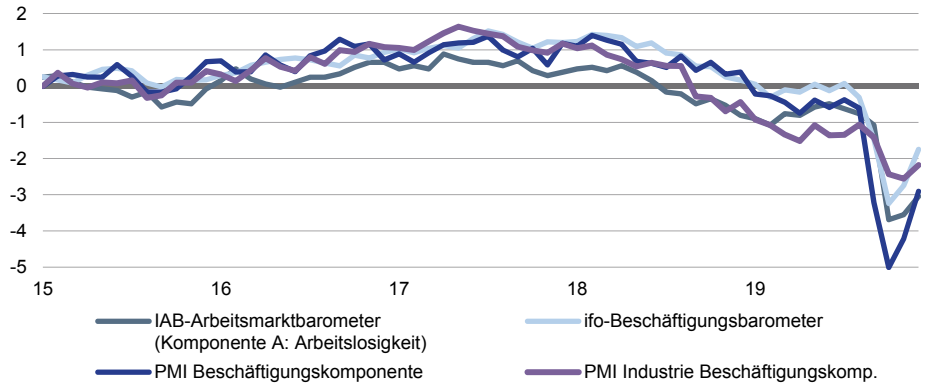


Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Vorlaufende Arbeitsmarktindikatoren signalisieren Bodenbildung nach den Rekordtiefs im April

2

Standardisierte Werte



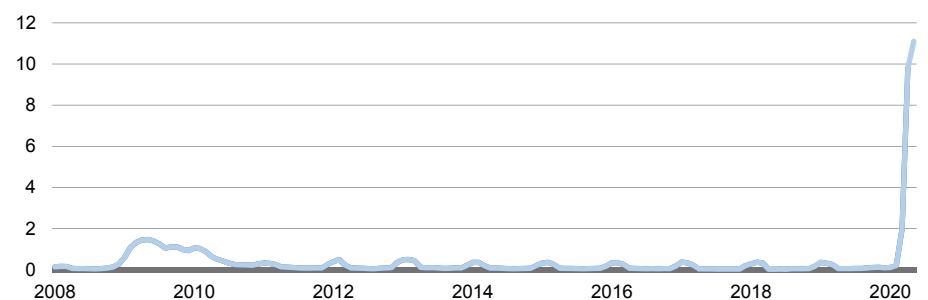
Quellen: Bundesagentur für Arbeit, ifo, IAB, IHS Markit

Gleichwohl dämpfen der gegenwärtig massive Einsatz der Kurzarbeit und auch Regelungen wie der Kündigungsschutz den unmittelbaren Schock. Bis Ende Mai hatten rund 855.000 Unternehmen für 11,8 Mio. Beschäftigte Kurzarbeit angemeldet. Das entspricht gut einem Drittel aller sozialversicherungspflichtig Beschäftigten, wenngleich die tatsächlich realisierte Kurzarbeit mit in der Spitze rund 8 Mio. etwas niedriger gelegen haben dürfte. Nach Hochrechnungen der BA lag die realisierte Kurzarbeit im April bereits bei 6,8 Mio. Personen. Während die Kurzarbeit im Zuge der gesamtwirtschaftlichen Erholung in H2 2020 in vielen Branchen wieder schrittweise auslaufen wird, dürfte sie bspw. in der Automobilindustrie und bei den Fluggesellschaften weiterhin stark in Anspruch genommen werden.

Ende Mai hatten rd. 855.000 Betriebe für 11,8 Mio. Beschäftigte Kurzarbeit angemeldet

3

Mio, nsb.



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research

Basierend auf der Korrelation zwischen BIP-Wachstum und Veränderungen in der Arbeitslosenquote (Okunsches Gesetz) im Zeitraum 2000-19 impliziert der BIP-Rückgang in unserem Basisszenario von 9% für das Jahr 2020 einen Anstieg der Arbeitslosenquote auf 7%. Das für das Jahr 2021 angenommene BIP-Wachstum von 4% würde dann einen Rückgang von fast 1 Prozentpunkt bedeuten. Allerdings dürfte diese Schätzung die Entwicklung im Jahr 2020 aufgrund der zuvor genannten institutionellen Regelungen überzeichnen, sodass wir einen Anstieg der Arbeitslosenquote auf 6,6% erwarten, gefolgt von einem Rückgang auf 6,4% im Jahr 2021. Damit dürfte die Arbeitslosenzahl im laufenden Jahr erstmals seit 2010 wieder auf über 3 Mio. steigen.

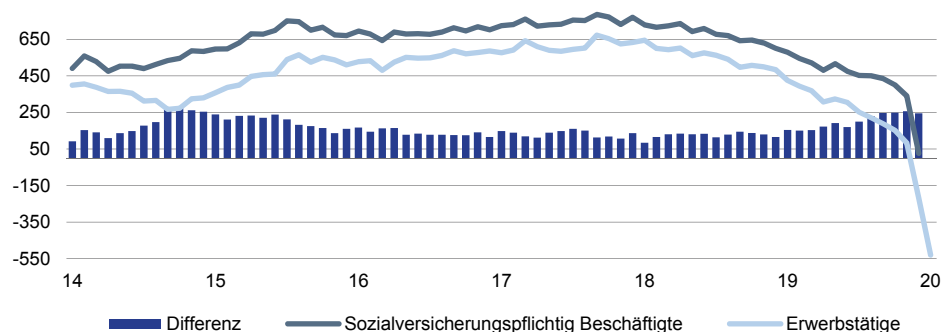


Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Beschäftigungsaufbau kommt im Jahr 2020 zum Erliegen

4

Veränderung gg. Vj., '000 Personen



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

Das Arbeitsvolumen dürfte im Jahr 2020 infolge der Produktionsausfälle um rund 4% sinken. Mit Blick auf den von uns erwarteten kräftigen BIP-Rückgang von 9% wird auch die Arbeitsproduktivität (Stundenkonzept) im Jahr 2020 deutlich sinken.

Die Entwicklung der Erwerbstätigkeit (2019: 45,3 Mio.) und der sozioökonomischen Situation im Allgemeinen verlief in Deutschland bis zuletzt sehr positiv. Der Beschäftigungsaufbau wurde im vergangenen Jahr hauptsächlich durch den Dienstleistungssektor getrieben. Im Verarbeitenden Gewerbe war er dagegen bereits zum Jahresende 2019 rückläufig. Anders als in der Krise 2009 wurde insbesondere der binnenwirtschaftlich orientierte Dienstleistungssektor durch die Corona-Krise stark in Mitleidenschaft gezogen und kann kaum ein Gegengewicht zur Beschäftigungsschwäche in der Industrie darstellen. Infolge des erwarteten scharfen Wirtschaftseinbruchs von 9% und der besonderen Betroffenheit des personalintensiven Dienstleistungssektors dürfte die Erwerbstätigenzahl im Jahr 2020 um gut 520.000 oder 1,1% zurückgehen. Im Jahr 2021 dürfte die Erwerbstätigenzahl noch einmal um 0,3% (120.000) auf dann rund 44,6 Mio. schrumpfen. Trotz der zu erwartenden konjunkturellen Belebung und der im Quartalsverlauf des Jahres 2021 leicht steigenden Erwerbstätigkeit resultiert aus dem negativen statistischen Überhang des Vorjahres ein Rückgang im Jahresdurchschnitt.

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



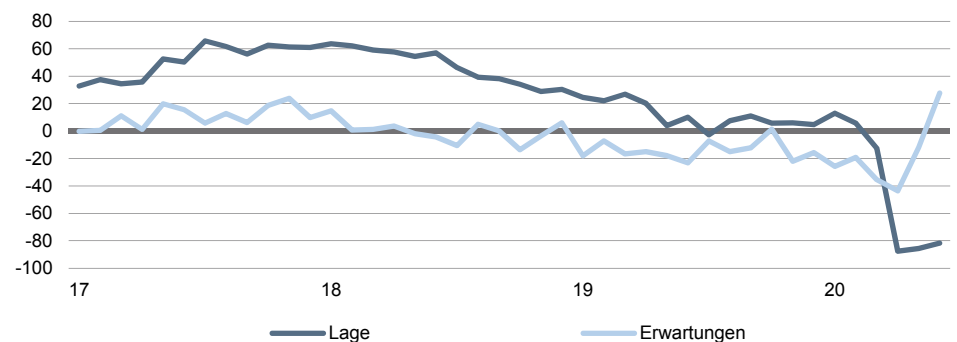
Deutsche Autoindustrie: Tiefpunkt durchschritten

Die Corona-Krise beeinflusst massiv die wirtschaftliche Entwicklung der Automobilindustrie, die sich ohnehin mit konjunkturellen und strukturellen Problemen konfrontiert sieht. Die meisten Autohersteller und viele Zulieferer hatten ihre Fabriken in Deutschland im April und Anfang Mai geschlossen. Der Produktionshochlauf startete im Anschluss. Die inländische Automobilproduktion (inklusive Zulieferer) sank bereits 2019 um real 11,3%; der zweite Rückgang in Folge. Die schwache globale Autonachfrage ist ein Grund hierfür. Die anhaltende Corona-Krise erschwert die wirtschaftliche Erholung erheblich. Als wäre das nicht genug, ist die Debatte über höhere US-Zölle auf Autoimporte aus der EU noch immer nicht vom Tisch. Zudem muss die Automobilindustrie 2020 zum ersten Mal strenge CO₂-Flottenziele in der EU erfüllen. Also konjunkturelle und strukturelle Herausforderungen voraus!

ifo Geschäftsklima in der deutschen Automobilindustrie

1

Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen (%)



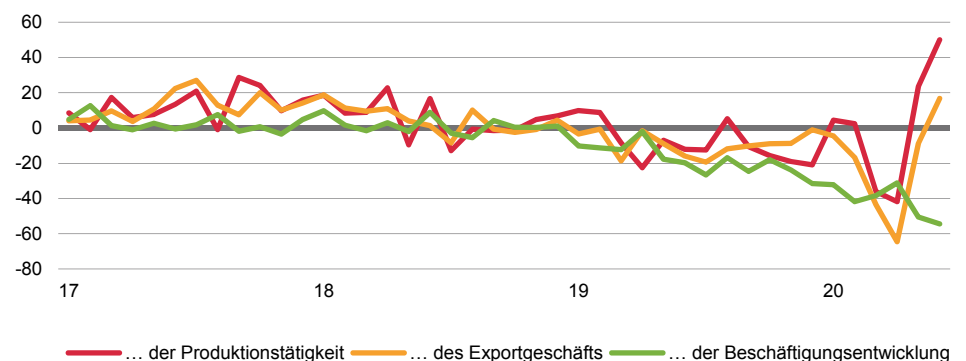
Quelle: ifo

Grafik 1: Die Geschäftserwartungen der deutschen Automobilindustrie lagen fast über den gesamten Jahresverlauf von 2019 im negativen Bereich. Die Corona-Krise zog dann auch die Beurteilung der aktuellen Lage nach unten. Allerdings haben sich die Erwartungen zuletzt kräftig erholt – ein Zeichen, dass der Tiefpunkt im Corona-Zyklus (April) bereits hinter uns liegt. Der Auftragsbestand in der Branche sinkt tendenziell seit Ende 2018. Allerdings hat die Corona-Krise bislang keinen Einbruch bei den Auftragsbeständen ausgelöst.

ifo-Erwartungen hinsichtlich ...

2

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



Quelle: ifo

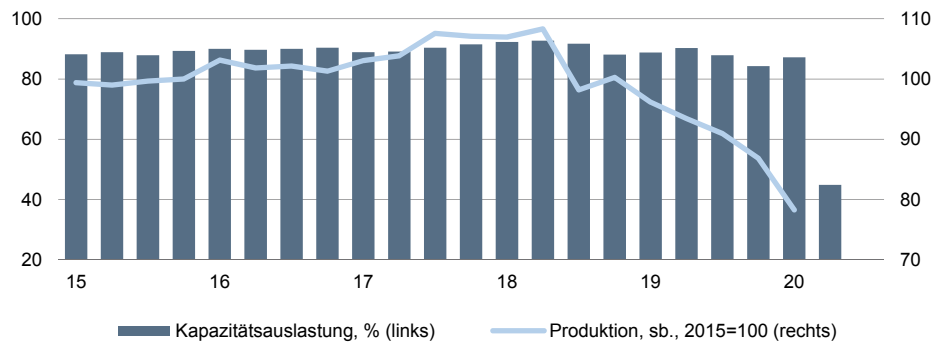


Allmählich aus der Konjunkturschlucht

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 durchschritten sein könnte. Die Beschäftigungserwartungen waren zu Jahresbeginn jedoch negativ und gaben am aktuellen Rand weiter nach. 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

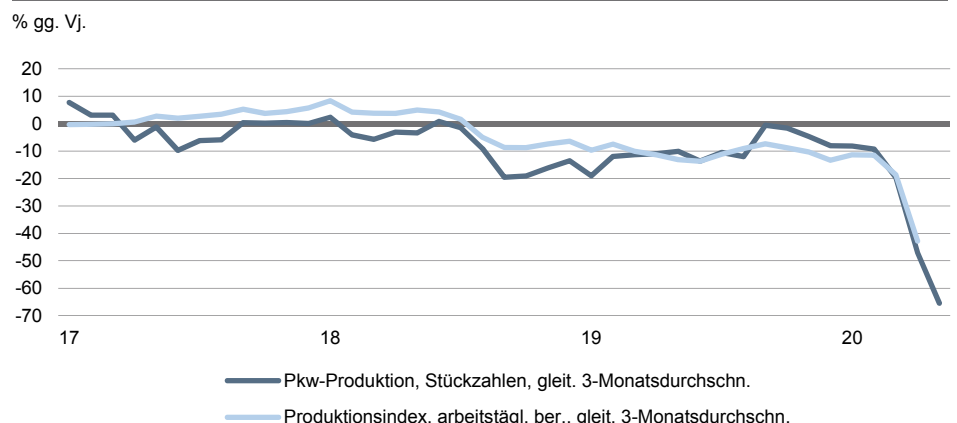


Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

Grafik 3: Die Kapazitätsauslastung in der deutschen Automobilindustrie sank Anfang Q2 2020 auf den niedrigsten Wert seit der Wiedervereinigung; die Produktionszahlen werden folgen. Angesichts der temporären Fabrikschließungen kommt der Rückgang bei der Auslastung jedoch nicht überraschend. In H2 2020 erwarten wir eine moderate Erholung der globalen Pkw-Nachfrage von den niedrigen Niveaus in Q2. In China hat dieser Prozess bereits begonnen; hier lag der Kfz-Absatz im Mai bereits über Vorjahresniveau. Kapazitätsauslastung und Produktion werden im 3. Quartal gg. Vorquartal spürbar steigen.

Automobilproduktion in Deutschland

4



Quellen: Statistisches Bundesamt, VDA

Grafik 4: Die stückzahlmäßige Pkw-Produktion in Deutschland sank 2019 um 9%. Das Minus fiel beim Produktionsindex, der auch qualitative Komponenten umfasst (z.B. bessere Ausstattung), sogar noch stärker aus (-11,3%). Die Spuren der Corona-Krise sind im März und in Q2 deutlich zu spüren (Lockdown). Der Produktionsindex könnte im Gesamtjahr 2020 um 19% sinken. Dabei wird bereits eine Erholung im Verlauf von H2 2020 unterstellt.

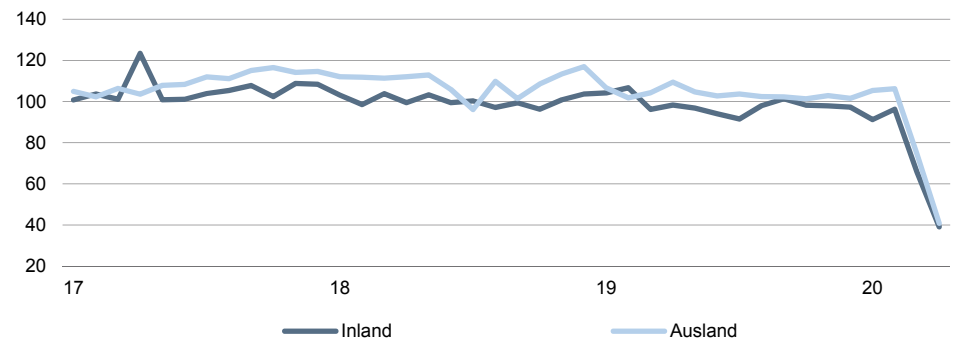


Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Auftragseingang in der deutschen Automobilindustrie

5

sb., 2015=100



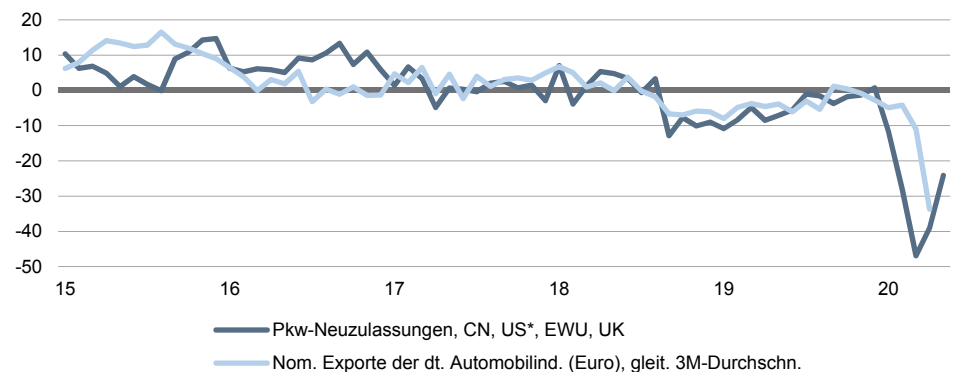
Quelle: Statistisches Bundesamt

Grafik 5: Die Auftragseingänge aus dem In- und Ausland gaben im März und April erwartungsgemäß spürbar nach. Der April dürfte auch bei den Aufträgen den Tiefpunkt gebildet haben, doch die nachfolgende Erholung wird wohl für einige Monate nur moderat ausfallen. Die Pkw-Neuzulassungen in Deutschland stiegen 2019 um 5% und erreichten das höchste Niveau seit 2009, dem Jahr der Abwrackprämie. Ein deutlicher Rückgang im Jahr 2020 ist ausgemacht, wenngleich ein Teil der Verluste aus der Zeitspanne März-Juni im 2. Halbjahr ausgeglichen werden kann (Absenkung des MwSt.-Satzes ab Juli).

Globale Autonachfrage und Exporte der deutschen Automobilindustrie

6

% gg. Vj.



* Light vehicles

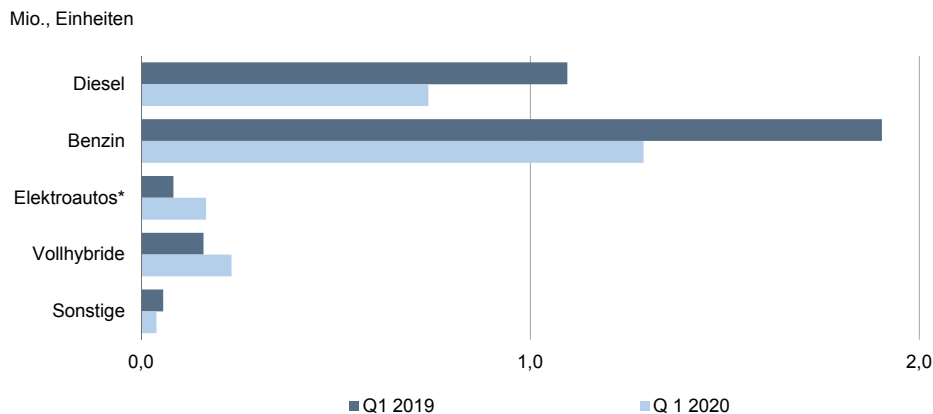
Quellen: ACEA, Bureau of Economic Analysis, China Automotive Information, Statistisches Bundesamt

Grafik 6: Die schwache Autonachfrage in wichtigen deutschen Exportmärkten zum Jahresende 2018, im Jahr 2019 und Anfang 2020 belasteten die deutschen Autoexporte. Die Pkw-Exporte sanken 2019 um 13% (Stückzahlen). Vor dem Corona-Ausbruch hatten wir erwartet, dass der Pkw-Absatz in China, der fast zwei Jahre lang rückläufig war, 2020 positiv überraschen könnte. Stattdessen wurde der Pkw-Absatz im 1. Quartal durch Corona deutlich gedrückt. Dennoch dürfte ein gewisser Nachholbedarf für Impulse sorgen, sobald das Virus einigermaßen unter Kontrolle ist. Der Absatz lag im Mai bereits über Vorjahresniveau. Wir sind deutlich vorsichtiger bezüglich der Erholung im US-amerikanischen und europäischen Automarkt (wieder hohes Infektionsgeschehen in den USA).



Pkw-Neuzulassungen in der EU nach Antriebsart

7



* 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 CO₂-Emissionen aller neu zugelassenen Pkw in der EU auf 95 g/km sinken. Für einen großen Teil der Neuwagenflotte muss dieses Ziel bereits 2020 erreicht werden. 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 einem Anteil von etwa 3% (2019) 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 CO₂-Grenzwerte für Pkw und weniger durch Marktkräfte getrieben. Die Autokäufer sind bislang noch zurückhaltend, zumindest solange keine kräftigen Subventionen gewährt werden. Hohen Investitionen steht also ein kleiner Markt gegenüber. Ironischerweise hilft die Corona-Krise dabei, das CO₂-Ziel im Jahr 2020 zu erreichen. Denn der Absatz von Benzinern und Diesel-Pkw gab im Zuge der Corona-Krise deutlich nach, während Elektrofahrzeuge in vielen Ländern von (noch) höheren Förderprogrammen profitieren. Der Marktanteil von Elektroautos wird 2020 also deutlich steigen. Aber noch einmal: Die Transformation bei den Antriebstechnologien 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)



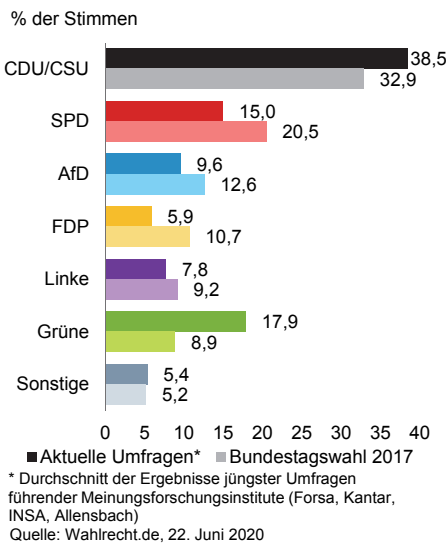
Herausfordernde EU-Ratspräsidentschaft für Deutschland

- Am 1. Juli hat Deutschland die alle sechs Monate wechselnde EU-Präsidentschaft übernommen. Ursprünglich war vorgesehen, die Beziehungen zwischen der EU und China sowie Initiativen zur Modernisierung der europäischen Wirtschaft für das grüne und digitale Zeitalter in den Fokus zu rücken. Diese Pläne wurden durch COVID-19 durchkreuzt.
- Schwerpunkte der Agenda sind nunmehr eine Bewertung und Verbesserung des Krisenmanagements der EU, die Einigung über den Wiederaufbau im Rahmen der mittelfristigen Haushaltsplanung sowie ein Abkommen über die Beziehungen zwischen der EU und Großbritannien nach dem Brexit.
- Deutschland ist ein gewichtiges EU-Mitglied und Kanzlerin Merkel ist für ihre Fähigkeit bekannt, pragmatische Lösungen für schwierige Aufgaben auszuhandeln. Die Erwartungen an die deutsche Ratspräsidentschaft könnten also nicht größer sein, strittige Themen der EU zügig beizulegen.

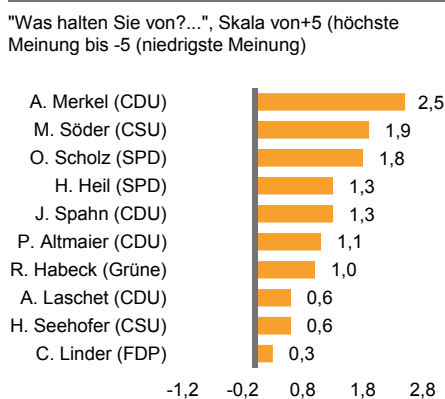
Der politische Schwerpunkt verlagert sich von innenpolitischen auf europäische Themen. Am 1. Juli hat Deutschland die EU-Ratspräsidentschaft für die zweite Hälfte des Jahres 2020 übernommen. Die Bundeskanzlerin hat damit erneut – nach dem ersten Halbjahr 2007 – den Vorsitz im Europäischen Rat inne. Seinerzeit leitete Merkel ihre erste „Große Koalition“ aus CDU/CSU/SPD. Ihr Kabinett war natürlich anders zusammengesetzt als heute, mit einer bemerkenswerten Ausnahme: Der jetzige Finanzminister Olaf Scholz war damals Arbeitsminister in Merkels Regierung. Als größten diplomatischen Erfolg ihrer ersten EU-Präsidentschaft dürfte zu sehen sein, dass Merkel die EU aus einem institutionellen Stillstand herausführte. Ursache des Stillstands war die Ablehnung des europäischen Verfassungsvertrags durch Referenden in Frankreich und den Niederlanden. Die deutsche Präsidentschaft schaffte es, den Weg zu ebnen für den heute geltenden (Lissabon-)Vertrag, der wesentliche Elemente des damaligen Verfassungsentwurfs enthält. Mehr als ein Jahrzehnt und einige Krisen später sind die Erwartungen hoch, dass es der krisenerprobten Kanzlerin des wirtschaftlich stärksten Mitgliedstaates erneut gelingt, für die strittigen Themen auf der europäischen Agenda vernünftige Kompromisse im Sinne aller Mitgliedstaaten auszuhandeln. Jüngst deutete Merkel zudem an, dass die Union wieder einmal an einem Punkt angelangt sein könnte, an dem ihre Herausforderungen nur durch eine Reform der Verträge vollständig zu bewältigen seien. Die Kanzlerin betonte diesen Punkt in ihrer Bundestagsrede im Vorfeld der deutschen EU-Ratspräsidentschaft. Dabei verwies sie auf die geplante Konferenz zur Zukunft Europas, auf der Reformen der EU einschließlich Vertragsänderungen diskutiert werden sollen und die, so hofft man, unter französischer EU-Präsidentschaft im ersten Halbjahr 2022 zum Abschluss kommt. Kurzfristig stehen allerdings dringendere Probleme an.

Merkel kann ihre große Popularität für die deutsche Europapolitik einsetzen. Die Bewältigung der Corona-Krise setzte Politiker rund um den Globus und natürlich auch in Europa stark unter Druck. In Krisenzeiten ist es normal, dass das Vertrauen in die Regierungschefs zunimmt. Kanzlerin Merkel aber sticht besonders hervor, da sie von vielen als politisch massiv geschwächt angesehen wurde, nachdem sie Ende 2018 die CDU-Parteiführung aufgegeben und erklärt hatte, dass sie nach der laufenden Legislaturperiode nicht noch einmal antreten werde. Ihr besonnenes Krisenmanagement fand in der deutschen Öffentlichkeit jedoch große Unterstützung. 84% der Deutschen sind mit ihrer Arbeit zufrieden (Politbarometer Juni 2020). Mit ihren aktuellen Zustimmungswerten unterscheidet sie sich nicht nur von einigen ihrer EU-Partner wie dem französischen Präsidenten Macron (Politico: 41%), sondern auch von anderen deutschen Spitzenpolitikern. Dies schließt Kandidaten aus der eigenen Partei für den CDU-

Aktuelle Stärke der Parteien & Ergebnis der Bundestagswahl 2017



Beurteilung deutscher Spitzenpolitiker nach Sympathie und Leistung



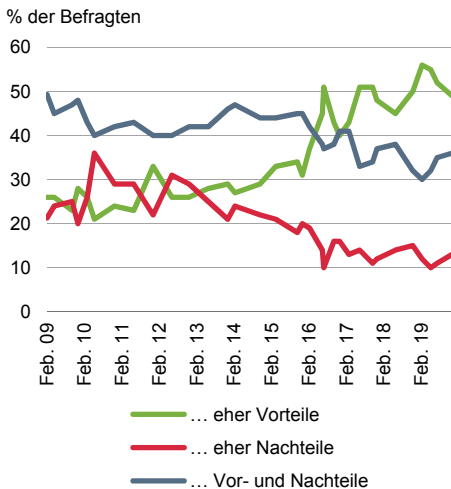
Quelle: Forschungsgruppe Wahlen Politbarometer Juni 2020



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Die EU-Mitgliedschaft bringt der deutschen Bevölkerung ...

3

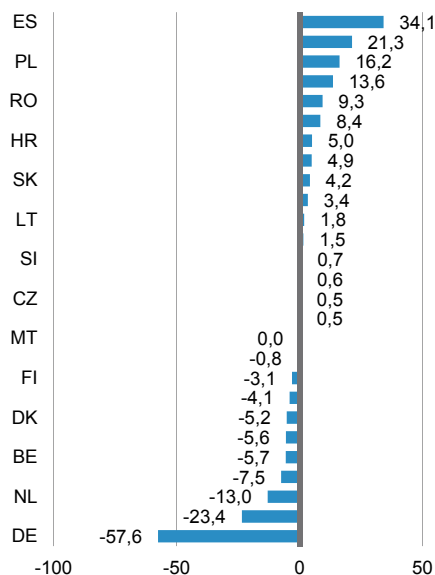


Quelle: Forschungsgruppe Wahlen: Politbarometer

Zuschüsse aus dem EU-Wiederaufbaufonds, möglicher Nettosaldo (Schätzung)

4

Geschätzt. Nettosaldo, Mrd. EUR*



Der Nettosaldo aus dem Anteil der Zuschüsse (insgesamt 310 Mrd. Euro laut Kommissionsvorschlag) in der Aufbau- und Resilienzfazilität wird wie folgt berechnet: Maximale Zuschüsse für die Mitgliedsländer basierend auf COM(2020) 408 final/3 Annex; Anteil der EU27-Mitglieder an der Rückzahlung nach 2027, entsprechend ihren Beiträgen zu den EU-Eigenmitteln auf BNE-Grundlage (Durchschnitt 2014-2018).

Quellen: Europäische Kommission, Eurostat, DB

Parteivorsitz und mögliche Kanzlerschaft, Armin Laschet und Friedrich Merz, ein. Generell profitiert auch die CDU/CSU, die in einigen Umfragen bei 40% liegt, von diesem „Kanzlerbonus“. Dies erlaubt Merkel zum Ende ihrer Kanzlerschaft, politisches Kapital zu investieren und Kompromisse auf europäischer Ebene einzugehen, ohne die harten roten Linien deutscher Europapolitik zu überschreiten.

Eine überzeugende deutsch-französische Initiative – endlich. Typisches Beispiel hierfür ist die deutsch-französische Initiative vom 18. Mai. Ihr wesentlicher Bestandteil, ein europäischer Wiederaufbaufonds von EUR 500 Mrd., ging in den Vorschlag zur mehrjährigen EU-Haushaltsplanung 2021-2027 ein, den die EU-Kommission knapp zwei Wochen später vorlegte. Der Fonds ist ein temporäres, durch die Emission von Anleihen der EU-Kommission finanziertes Instrument, das auf der Grundlage der Solidaritätsklausel von Art. 122 AEUV basiert. Diese Konstruktion erlaubte es Kanzlerin Merkel, die kontroverse Debatte über Eurobonds in Deutschland vorerst zu beenden, und sicherte ihr schon im Vorfeld die Unterstützung ihrer konservativen Partei (Stellungnahme der CDU/CSU-Fraktion vom 18. Mai). Der Vorschlag eines Wiederaufbaufonds dürfte auch Reaktion auf die von der deutschen Wirtschaft (zusammen mit ihren europäischen Partnern) erhobene Forderung sein, die europäischen Wertschöpfungsketten und die Erholung der Märkte durch entschlossenes Handeln zu stabilisieren. Merkel aber dürfte darin auch eine Gelegenheit gesehen haben, dem Risiko einer weiteren strategischen Schwächung Europas im Tauziehen zwischen chinesischen und amerikanischen Interessen vorzubeugen.

Und schließlich hat das Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 5. Mai zum PSPP der EZB die demokratischen Grenzen der Geldpolitik in aller Deutlichkeit aufgezeigt und den Ball zurück ins Feld der Politik gespielt. Damit könnte sich Deutschland gezwungen sehen, seinen wirtschaftspolitischen Kurs in Europa bis zu einem gewissen Grad zu überdenken und – im Rahmen seiner politischen Möglichkeiten - auf weitere Reformen der EWU-Rahmenbedingungen zu drängen. Das BVerfG setzte eine Frist von drei Monaten, innerhalb derer eine Bewertung der Verhältnismäßigkeit des Anleiheprogramms erfolgen muss. Andernfalls darf die Bundesbank sich nicht mehr an der Umsetzung des PSPP-Programms beteiligen. Diese Frist läuft am 5. August ab. Dies steht zwar nicht unmittelbar im Zusammenhang mit der deutschen EU-Ratspräsidentschaft, aber die deutsche Politik muss sich überlegen, wie dieser Forderung des BVerfG im Spagat zwischen der Unabhängigkeit der EZB und der Bundesbank Genüge getan werden kann. Inzwischen hat der EZB-Rat ein Paket von Dokumenten freigegeben, das es der deutschen Politik erleichtern soll, sich noch vor der Sommerpause am 3. Juli mit der Frage der Verhältnismäßigkeitsprüfung durch die EZB zu befassen. Nach entsprechender Prüfung durch das Bundesfinanzministerium sieht die Bundesregierung die Forderung aus Karlsruhe als erfüllt an, wie es einem Schreiben von FM Scholz und Bundestagspräsident Schäuble zu entnehmen ist (FAZ 30. Juni).²²

Die deutsche Präsidentschaft erwartet eine herausfordernde Arbeit. Vor der Corona-Krise bestand die Absicht, den Schwerpunkt der deutschen Präsidentschaft auf die Beziehungen zwischen der EU und China und allgemein auf wirtschaftliche Fragen zu legen. Vor Kurzem (18. Juni) unterstrich Merkel vor dem Parlament erneut, dass Klimaschutz und Digitalisierung weiterhin oberste

²² Zudem zeigen die letzte Woche veröffentlichten Protokolle der Sitzung des EZB-Rates am 3./4. Juni, dass der EZB-Rat ausführlich die Vorteile und möglichen negativen Nebenwirkungen der Anleihekäufe diskutiert hat. Das kann sicher auch als Bemühen der EZB gewertet werden, das verfassungsrechtliche Dilemma zu entschärfen.



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

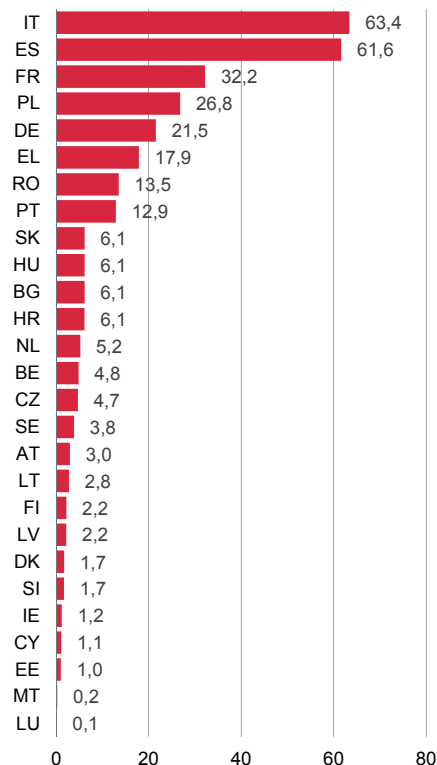
Prioritäten der deutschen Ratspräsidentschaft bleiben.²³ Von der Fähigkeit der EU, sich auf diese Herausforderungen einzustellen, hänge es nach Ansicht der Bundeskanzlerin ab, „ob wir nach der Pandemie kreative, wettbewerbsfähige Unternehmen und nachhaltig gesicherte Arbeitsplätze haben.“ Und sie fuhr fort: „Wir wissen, dass andere in der Welt nicht ruhen, sondern sehr entschlossen und sehr robust handeln.“ Der geplante, jedoch bereits abgesagte EU-China-Gipfel wäre eine gute Gelegenheit gewesen, diese Fragen zu erörtern – mit einem der größten Handelspartner der EU, der auch einer ihrer größten Konkurrenten ist und zunehmend als „systemischer Rivale“ wahrgenommen wird. Doch die Pandemie hat diese Pläne zum Teil durchkreuzt. Ein am 22. Juni per Videokonferenz durchgeführter Ersatz-„Gipfel“ mit dem chinesischen Präsidenten Xi Jinping brachte nur sehr begrenzt Fortschritte, etwa mit Blick auf ein Investitionsabkommen zwischen der EU und China, das Bundeskanzlerin Merkel besonders am Herzen liegt. So wichtig diese Fragen auch sind, zwei Aufgaben werden die deutsche Präsidentschaft in Beschlag nehmen und auf allen politischen Ebenen volle Aufmerksamkeit erfordern, allen voran natürlich die der Kanzlerin: (i) die Aushandlung des mehrjährigen EU-Finanzrahmens zusammen mit dem neuen Konjunkturfonds und (ii) die künftige Beziehung zu Großbritannien.

Deutschland – der größte Beitragszahler zum nächsten MFR und zum Konjunkturfonds. Das virtuelle Treffen der EU-Staats- und Regierungschefs zum nächsten siebenjährigen EU-Haushalt und zum geplanten Wiederaufbaufonds vor Kurzem erbrachte keinen Durchbruch. Bundeskanzlerin Merkel sprach nach dem Treffen von „sehr konstruktiven Gesprächen“, räumte aber auch ein: „Die Brücken, die wir noch zu bauen haben, sind groß.“ Alle Augen richten sich nun auf den EU-Sondergipfel am 17. und 18. Juli. Er könnte der erste seit Ausbruch der Corona-Krise sein, bei dem die Regierungschefs persönlich zusammenkommen. Viel steht auf dem Spiel: Die Kommission schlägt vor, den EU-Haushalt in Höhe von EUR 1,1 Billionen um einen Wiederaufbaufonds von EUR 750 Mrd. zu ergänzen. Davon sollen EUR 500 Mrd. in Form nicht rückzahlbarer Zuschüsse an die Mitglieder vergeben werden. Um auf die Folgen der Pandemie schnell reagieren zu können, strebt Deutschland eine rasche Einigung über das Konjunkturpaket an und dürfte dafür auch sein eigenes Gewicht in die Waagschale werfen. Während Deutschland zusammen mit Frankreich die umfangreiche Gewährung von Zuschüssen zur Eindämmung der Pandemiefolgen bereits unterstützt, bereiten einige Aspekte der anstehenden Verhandlungen Kopfzerbrechen. Hierzu zählt neben der Rabattfrage die Auswahl der Indikatoren in dem von der Kommission für die Zuschüsse vorgeschlagenen Verteilungsschlüssel (basierend u.a. auf dem umgekehrten BNE-Wachstum und den Arbeitslosenquoten), der bei einigen Mitgliedern, insbesondere in Mittel- und Osteuropa, für Irritationen sorgt. Nach diesem Schlüssel hätte Deutschland Anspruch auf höchstens 7% der Zuschussfazilität in Höhe von EUR 310 Mrd. (das entspricht EUR 22 Mrd.), verglichen mit 21% für Italien und 20% für Spanien. Die gleichzeitige Rückzahlung der Zuschüsse würde erst 2028 beginnen und dreißig Jahre andauern. Würde man annehmen, dass dies nur in Form von zusätzlichen Beiträgen der Mitglieder zum Haushalt (BNE-basierte Eigenmittel) erfolgen würde, hätte Deutschland einen erheblichen Anteil an den Nettokosten zu tragen (rund EUR 58 Mrd. auf der Grundlage des derzeitigen Anteils Deutschlands an den Haushaltsbeiträgen bzw. 19% der Gesamtkosten). Wir er-

Zuschüsse (Obergrenze) in der
Aufbau- und Resilienzfazilität
(Vorschlag der Kommission)

5

Maximale Zuschüsse basierend auf dem
Verteilungsschlüssel der Kommission (Mrd. Euro)



Quelle: Europäische Kommission

²³ Im Trio-Programm der nächsten drei EU-Präsidentschaften von Deutschland, Portugal und Slowenien sind die folgenden übergeordneten Prioritäten genannt: (i) die Folgen der Pandemie und die Verbesserung des europäischen Krisenmanagements, (ii) wichtige politische Ziele der Strategischen Agenda 2019-2024, (iii) die Aushandlung des mehrjährigen Finanzrahmens zusammen mit dem neuen Konjunkturfonds und (iv) die künftigen Beziehungen zu Großbritannien.



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

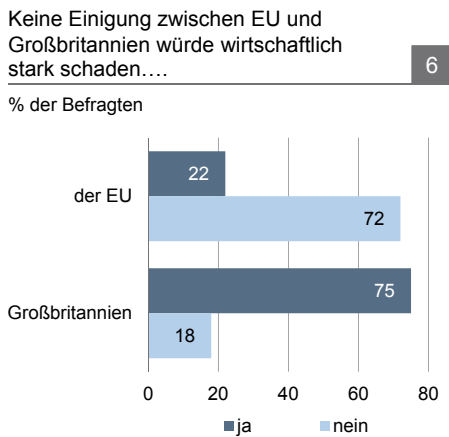
warten daher, dass Deutschland nicht nur die Rolle eines Vermittlers übernimmt, sondern gleichzeitig versucht wird, in den anstehenden Verhandlungen auch seine eigenen Interessen durchzusetzen.

Brexit – Berlin soll Handelsabkommen aushandeln. In den letzten Monaten gab es bei den Verhandlungen über die künftigen Beziehungen zwischen der EU und Großbritannien keinerlei Fortschritte. Schon kurz vor dem hochrangigen, aber ergebnislosen Treffen zwischen Boris Johnson und den Präsidenten der drei EU-Institutionen am 15. Juni lehnte Großbritannien eine Verlängerung der Übergangszeit offiziell ab. Jetzt tickt die Uhr. Die Frist endet am 31. Dezember 2020 bzw. eigentlich schon früher, da ein Abkommen die Zustimmung des Europäischen Parlaments und möglicherweise der nationalen Parlamente erfordert. Die deutsche Ratspräsidentschaft wird also im September/Oktober einen Großteil der politischen Aufmerksamkeit auf die Erzielung einer Einigung und die Verhinderung eines erneuten Brexit-Dramas richten – ungeachtet der Tatsache, dass die Gespräche von der Kommission geführt werden und Deutschland die Funktion von Michel Barnier als Chefunterhändler stets unterstützt hat.

Ein Abkommen mit begrenztem Umfang – wenn überhaupt. Am umstrittensten ist nach wie vor die Frage gleicher Wettbewerbsbedingungen für Unternehmen der EU und Großbritanniens. Dabei geht es etwa um staatliche Förderung, Wettbewerbsregeln, Arbeits- und Umweltvorschriften und ganz allgemein um die „Governance“ (z.B. Streitbeilegung). Während sich das Vereinigte Königreich wünscht, ist für die EU eine verbindliche Übernahme der Regeln die Voraussetzung für einen ungehinderten Zugang zum Binnenmarkt. Bleiben beide Seiten hart, erscheint ein umfassendes Abkommen unrealistischer denn je. Großbritannien setzt möglicherweise nach wie vor etwas Hoffnung in das starke deutsche Interesse an einem Handelsabkommen. Die Position Berlins ist aber seit 2016 unverändert: Die Einheit des Binnenmarktes hat Vorrang vor „Rosinenpicken“ und allzu großzügigen Zugeständnissen an Großbritannien – ein Ansatz, der von der deutschen Wirtschaft trotz der von der Corona-Krise drohenden Gefahr unterstützt wird. Letzten Endes könnte ein zoll- und quotenfreies Handelsabkommen mit sehr begrenztem Umfang in anderen Bereichen die einzige verbleibende Option sein, möglicherweise mit einem kurzen Umsetzungszeitraum nach dem Jahresende 2020. Jedenfalls müssen sich die Unternehmen im Handel mit Großbritannien auf erhebliche Friktionen einstellen, während sie gleichzeitig die Corona-bedingte Rezession bewältigen müssen.

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

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





EZB weiter auf dem Gaspedal, aktuelle Sitzungsprotokolle unterstreichen die Verhältnismäßigkeit der Ankaufprogramme

Wie die massiv nach unten revidierten Wachstums- und Inflationserwartungen zeigen, ist der Corona-Schock tiefer und hartnäckiger als von der EZB zu Beginn der Umsetzung des PEPP im März befürchtet. Die Eintrübung des Makroausblicks im Verlauf von H1 2020 erhöhte die Herausforderungen sowohl für den geldpolitischen Kurs als auch für die reibungslose Transmission der Geldpolitik. Die EZB reagierte am 4. Juni mit erheblichen Anpassungen des PEPP. Sie erhöhte das Volumen des PEPP-Portfolios von EUR 750 Mrd. auf EUR 1,35 Bill., verlängerte die Mindestdauer der Nettokäufe um sechs Monate bis Mitte 2021 und kündigte die Reinvestitionen bis Ende 2022 an. Für den anschließenden Zeitraum soll das Abbautempo des PEPP-Portfolios im Einklang mit dem „angemessenen geldpolitischen Kurs“ erfolgen. Letzteres impliziert, dass der geldpolitische Kurs gegenüber den Anpassungen des PEPP-Portfolios an den Kapitalschlüssel Vorrang haben dürfte, und trägt zur positiven Einschätzung der Märkte in Bezug auf das Paket bei.

Insgesamt übertrafen diese Maßnahmen die Markterwartungen und die finanziellen Bedingungen entspannten sich infolgedessen. Darüber hinaus beurteilen wir die Pressekonferenz vom 4. Juni 2020 differenziert. Negativ zu vermerken ist, dass es immer noch keinen einheitlichen Rahmen gibt, um die unterschiedlichen Rollen des PEPP gegenüber dem PSPP zu erklären – zum Beispiel, warum das mit mehrfacher Flexibilität ausgestattete PSPP nicht jenes ist, welches vom Kapitalschlüssel (PEPP) abweicht. Auf der positiven Seite unterstreicht das jüngste Maßnahmenpaket die Handlungsfähigkeit der EZB, sowohl was den Umfang angeht, als auch was die nötige Voraussicht im Handeln betrifft. Die am 25. Juni veröffentlichten Sitzungsprotokolle enthalten mehrfach Erläuterungen zur Verhältnismäßig- und Wirksamkeit der verschiedenen EZB-Ankaufprogramme (APP, PSPP und PEPP). Unserer Ansicht nach sind diese Darlegungen als konstruktive Signale zu werten, wie die EZB zur Lösung der Herausforderungen aus dem Urteil des deutschen Bundesverfassungsgerichts beitragen kann.

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

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



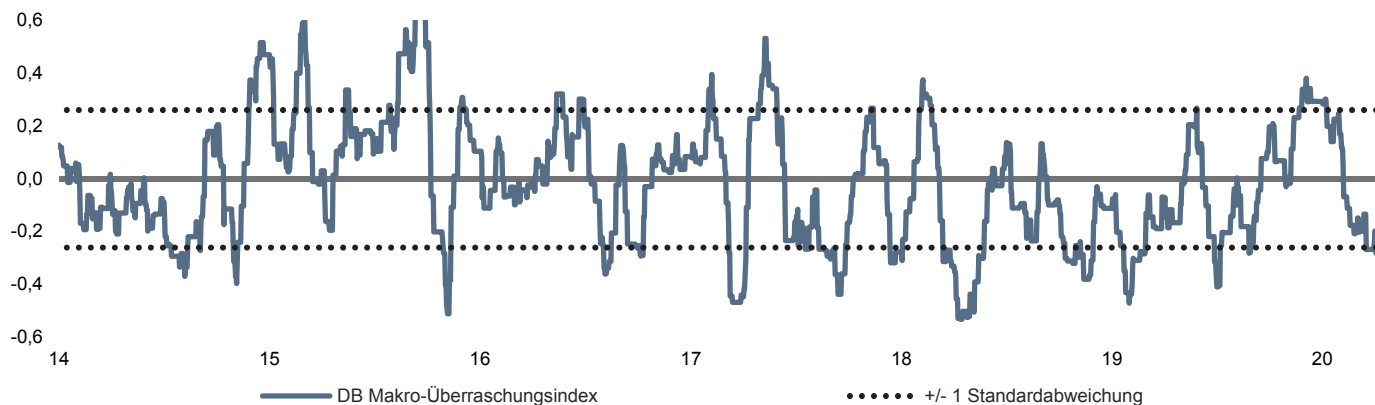
Allmählich aus der Konjunkturschlucht

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

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

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen



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

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Letzte 20 veröffentlichte deutsche Konjunkturdaten

Bloomberg Ticker	Indikator	Berichtsmonat	Veröffentlichungsdatum	Aktueller Wert	Bloomberg Konsensus	Überraschung	Standardisierte Überraschung	Quantilsrang
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	5 2020	19.05.2020	51,0	30,0	21,0	0,0	1,0
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	5 2020	19.05.2020	-93,5	-86,6	-6,9	-1,1	0,1
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	3 2020	25.05.2020	-2,2	-2,2	0,0	-0,2	0,4
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	4 2020	29.05.2020	-7,4	-7,2	-0,2	0,2	0,6
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	4 2020	29.05.2020	-6,5	-12,0	5,5	4,3	1,0
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	5 2020	01.06.2020	36,6	36,8	-0,2	-0,3	0,3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	5 2020	03.06.2020	32,6	31,4	1,2	1,4	0,9
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	5 2020	03.06.2020	238,0	190,0	-48,0	-1,7	0,0
GRIORTMM Index	Auftragsengänge (% gg. Vm.)	4 2020	05.06.2020	-25,8	-19,9	-5,9	-2,8	0,0
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	4 2020	08.06.2020	-17,9	-16,5	-1,4	-1,1	0,1
GRTBALE Index	Handelsbilanz (EUR Mrd.)	4 2020	09.06.2020	3,6	11,6	-8,0	-3,2	0,0
GRBTEXMM Index	Exporte (% gg. Vm.)	4 2020	09.06.2020	-24,0	-15,6	-8,4	-4,2	0,0
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	4 2020	09.06.2020	7,7	14,1	-6,4	-2,2	0,0
GRBTIMMM Index	Importe (% gg. Vm.)	4 2020	09.06.2020	-16,6	-16,0	-0,6	-0,3	0,4
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	6 2020	16.06.2020	63,4	60,0	3,4	0,3	0,7
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	6 2020	16.06.2020	-83,1	-82,0	-1,1	-0,2	0,4
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	5 2020	16.06.2020	0,6	0,6	0,0	0,2	0,4
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	6 2020	23.06.2020	45,8	45,8	0,0	0,0	0,5
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	6 2020	23.06.2020	44,6	44,6	0,0	0,0	0,4
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	5 2020	26.06.2020	-7,0	-6,9	-0,1	0,3	0,6

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.



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Deutschland: Termine der Finanz-, der Wirtschafts- und der Europapolitik

Datum	Ereignis	Anmerkungen
1. Juli	Deutschland übernimmt die im Sechs-Monats-Rhythmus wechselnde EU-Präsidentschaft bis Ende 2020	Hauptthemen werden die Überprüfung des Corona-Krisenmanagements, die Verhandlungen über den mehrjährigen Finanzrahmen 2021-2027 und den damit verbundenen Wiederaufbaufonds sowie die Gespräche über die Beziehungen nach dem Brexit sein.
9.-10. Juli	Euro-Gruppe und ECOFIN, Brüssel	Verhandlungen über die Konjunkturmaßnahmen der EU
16. Juli	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Hauptthema wird die Einschätzung der aktuellen wirtschaftlichen Entwicklung bis zum 3. Quartal und der weitere Ausblick sein. In diesem Zusammenhang könnte die EZB weitere Anpassungen ihrer geldpolitischen Maßnahmen vornehmen.
17.-18. Juli	Sondertagung des Europäischen Rats, Brüssel	Die Staats- und Regierungschefs werden sich wahrscheinlich zum ersten Mal seit Beginn der Corona-Pandemie persönlich treffen, um auf eine Einigung über den 7-Jahres-Haushalt und den 750 Milliarden Euro schweren Wiederaufbaufonds hinzuarbeiten. Deutschland ist bestrebt, eine schnelle Einigung zu erzielen, um rasch auf die Folgen der Pandemie reagieren zu können. Die meisten Details des Plans sind jedoch nach wie vor äußerst umstritten.
5. August	Deadline für die Umsetzung des Urteils des Bundesverfassungsgerichts zu PSPP	Das Bundesverfassungsgericht setzte eine Frist von drei Monaten, um seiner Entscheidung vom 5. Mai über die Beurteilung der Verhältnismäßigkeit des PSPP der EZB nachzukommen. Eine angemessene Reaktion unter (indirekter) Einbeziehung der EZB, der Bundesbank und der deutschen Politik könnte in Sicht sein.

Quelle: Deutsche Bank Research

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



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
06.07.2020	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Mai	9,0	-25,8
07.07.2020	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Mai	8,0	-22,0
09.07.2020	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Mai	5,0	3,3
09.07.2020	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Mai	10,0	-24,0
09.07.2020	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Mai	11,0	-16,6
24.07.2020	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Juli	47,0	45,2
24.07.2020	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Juli	49,0	45,8
27.07.2020	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Juli	88,0	86,2
30.07.2020	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.)	Q2 2020	-14,0	-2,2
30.07.2020	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Juli	6,5	6,4
30.07.2020	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	Juli	-0,7	0,9
31.07.2020	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Juni	4,0	13,9

*lt. 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)



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Deutschland: Datenmonitor

	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Jan 2020	Feb 2020	Mrz 2020	Apr 2020	Mai 2020	Jun 2020
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	98,7	95,2	95,1	92,6	80,1	95,8	95,9	86,0	74,3	79,7	86,2
ifo Geschäftserwartungen	94,9	91,8	92,1	88,5	80,5	92,7	93,1	79,7	69,5	80,5	91,4
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	95,4	91,0	90,8	90,1	77,4	92,7	92,7	84,9	72,8	76,7	82,8
Produktion (% gg. Vp.)	-2,0	-0,8	-1,7	-2,3		1,9	0,4	-11,0	-22,0		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-1,1	-0,2	-1,0	-2,5		4,8	-1,2	-15,0	-25,8		
Grad der Kapazitätsauslastung	85,3	83,9	82,6	82,9	71,4						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	1,7	0,4	0,8	4,6		6,8	-1,3	-2,0	-0,2		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	-5,0	0,3	7,2	-4,2		1,8	-6,5	-10,5	3,2		
ifo Bauhauptgewerbe	113,6	112,7	111,2	106,6	95,1	107,9	108,0	103,8	92,4	95,3	97,7
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-1,7	-3,1	-3,3	-4,6		-3,6	-2,6	-7,6	-16,3	-14,8	-10,8
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	0,1	0,7	0,2	0,6		1,4	0,8	-2,6	-6,5		
	0,9	6,8	13,7	-20,3		-7,3	-10,8	-37,7	-61,1	-49,5	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	0,9	0,0	-1,0	-2,6		8,3	-3,2	-16,0	-28,1		
Exporte (% gg. Vp.)	-1,4	0,6	0,6	-3,5		0,1	1,3	-11,7	-24,0		
Importe (% gg. Vp.)	-1,0	-0,6	0,7	-2,4		0,6	-1,5	-5,0	-16,6		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	54,1	57,7	57,7	52,8		18,6	21,4	12,8	3,3		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	5,0	5,0	5,0	5,0	6,2	5,0	5,0	5,0	5,8	6,3	6,4
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	20,3	20,7	-5,3	-10,3	550,0	-4,0	-9,0	0,0	372,0	238,0	69,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,0	0,7	0,6	0,3		0,4	0,3	0,2	-0,5		
ifo Beschäftigungsbarometer	100,6	98,8	99,0	97,0	89,0	99,6	98,1	93,4	86,3	88,3	92,3
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	1,6	1,0	1,2	1,5	0,7	1,6	1,7	1,3	0,8	0,5	0,8
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,5	0,9	1,5	1,3	1,1	1,3	1,4	1,3	1,0	1,1	1,1
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)											
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	0,2	6,3	5,3	2,1		9,1	0,2	-2,5	-7,3	-4,8	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	68,6	62,1	62,5	50,7	33,1	63,4	55,8	33,9	26,9	32,6	40,5
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	33,8	33,7	31,6	34,3	38,9	35,1	34,4	33,3	42,3	44,0	30,4
EC Unternehmensumfrage	7,1	2,2	2,7	2,2	-4,9	3,2	3,4	0,0	-4,6	-6,0	-4,0
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	4,3	2,9	3,0	4,1							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	3,3	3,6	2,7	1,8							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	4,2	3,0	3,5	3,5							
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	4,8	5,1	4,6	6,7		4,7	4,7	6,7	6,3	7,2	
Trend von M3*											
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	4,6	4,5	4,9	5,3		4,8	4,9	5,3	5,3	0,0	
Kredite an öffentliche Haushalte	5,7	3,1	-5,9	5,0		7,1	3,6	5,0	2,5		

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

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



Allmählich aus der Konjunkturschlucht

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	0,125	-0,10	0,00	0,10	-0,75	0,00	-0,60	0,00	0,10	0,74	0,25
Jun 20	0,125	-0,10	0,00	0,10	-0,75	0,00	-0,75	1,50	0,10	1,75	0,25
Sep 20	0,125	-0,10	0,00	0,10	-0,75	0,00	-0,75	1,50	0,10	1,25	0,25
Dez 20	0,125	-0,10	0,00	0,10	-0,75	0,00	-0,75	1,50	0,10	0,90	0,25

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,31	-0,05	-0,40								
Jun 20	0,50	0,03	-0,40								
Sep 20	0,40	0,03	-0,40								
Dez 20	0,50	0,03	-0,40								

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	0,68	0,01	-0,47	0,15							
Jun 20	0,50	0,00	-0,40	0,63							
Sep 20	0,60	0,00	-0,28	0,60							
Dez 20	0,70	0,00	-0,20	0,70							

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,12	106,91	0,91	1,24	1,06	10,46	7,45	10,86	4,46	353,64	26,71
Jun 20	1,10	105,00	0,92	1,20	1,05	10,50		10,75	4,55	360,00	27,25
Sep 20	1,12	100,00	0,96	1,17	1,02	10,75		10,50	4,50	365,00	27,00
Dez 20	1,15	100,00	0,96	1,20	1,00	11,00	7,46	10,25	4,45	365,00	26,50

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

© 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

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