



Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

25. September 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.heymann@db.com

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

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

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

Editor

Stefan Schneider

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

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis

Seite

Prognosen	2
Deutsche Wirtschaft unerwartet robust	3
Deutscher Arbeitsmarkt vorerst stabilisiert... 7	
Bilaterale Exporte: Große Unterschiede zwischen wirtschaftlich starken und schwachen Ländern	10
Fiskalausblick 2020-22	15
Deutsche Industrie: Mühsame Erholung 23	
Entscheidung über CDU-Vorsitz und Aus- blick auf den Bundestagswahlkampf	29
Geldpolitik: Niedrige Inflation ist ein Problem für die EZB	31
DB Makro-Überraschungsindex	32
Datenkalender	33
Finanzmarktprognosen	34
Datenmonitor	35

Deutsche Wirtschaft unerwartet robust. Wir haben unsere BIP-Prognose für 2020 auf -5,5% angehoben und rechnen für 2021 mit einem Wirtschaftswachstum von 4,5%. Ein wichtiger Faktor dabei: Der Aufschwung zeigte sich bereits im Verlauf des 2. Quartals – als das BIP um 9,7% schrumpfte – dynamischer als erwartet. Der höhere Übertrag aus 2020 lässt das BIP-Wachstum 2021 trotz einer im 1. Halbjahr wohl nachlassenden Dynamik auf 4,5% ansteigen.

Deutscher Arbeitsmarkt vorerst stabilisiert. Der Arbeitsmarkt hat sich über die Sommermonate vorerst stabilisiert. Kurzarbeit hat den Anstieg der Arbeitslosigkeit bisher begrenzt. Die Pandemie hat auch bei den Tarifverhandlungen Spuren hinterlassen, aber durch Auswirkungen der Vereinbarungen des letzten Jahres erwarten wir dennoch einen Anstieg von rund 2% im Jahr 2020, gefolgt von 1,5% im Jahr 2021.

Bilaterale Exporte: Große Unterschiede zwischen wirtschaftlich starken und schwachen Ländern. Die Exportmärkte dürften sich sehr unterschiedlich entwickeln. Im Jahr 2020 könnten die Exporte nach Asien infolge der Entwicklung in China und Südkorea gestützt werden. Die Exporte in einige europäische Länder hingegen dürften nach unserer Einschätzung um bis zu 20% fallen. Angesichts der epidemiologischen Lage überrascht die gute Entwicklung der Exporte in die USA.

Fiskalausblick 2020-22. Dank der stärker als erwarteten Erholung dürfte der Corona-Schock auf den Staatshaushalt weniger heftig ausfallen als anfangs befürchtet. Dennoch drohen höhere Steuern und Abgaben, da die demografische Entwicklung die Finanzen des Sozialversicherungssystems schon bald unter deutlich größeren Druck setzen wird.

Deutsche Industrie: Mühsame Erholung. Wir erwarten, dass die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe im Jahr 2020 um real etwa 12% sinken wird. Für 2021 halten wir ein Produktionsplus von rund 7% für realistisch. Besonders in der Automobilindustrie sinkt die Fertigung 2020. Wir erwarten ein Minus von real etwa 25%. Dies wäre der dritte Rückgang in Folge. Gleichwohl sind strukturelle Entwicklungen für die (deutsche) Automobilindustrie in den kommenden Jahren die größere Herausforderung, insbesondere die strengen CO₂-Grenzwerte für Pkw in der EU.

Entscheidung über CDU-Vorsitz und Ausblick auf den Bundestagswahlkampf. Das positive Abschneiden der CDU in den Kommunalwahlen in NRW hat Ministerpräsident Armin Laschet etwas Rückenwind im Rennen um den CDU-Parteivorsitz verschafft. Die Stimmenverluste der SPD in ihrem früheren Stamm-land NRW sind ein Rückschlag für Finanzminister Scholz als Kanzlerkandidat.



Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Euroland	-8,0	5,4	3,5	0,2	0,7	0,9	1,7	2,3		-10,8	-6,7	-4,8
Deutschland	-5,5	4,5	2,8	1,0	1,4		6,6	6,4	5,7	-8,2	-2,8	-1,3
Frankreich	-9,9	5,8	3,6	0,6	0,7					-10,0	-6,6	-4,3
Italien	-11,0	3,4	4,8	-0,1	0,4					-13,8	-11,0	-9,8
Spanien	-13,7	5,5	6,1	-0,2	0,3					-14,5	-10,4	-7,1
Niederlande				1,3	1,5							
Belgien				1,2	1,8							
Österreich				1,5	1,2							
Finnland				0,5	1,3							
Griechenland				-1,3	0,2							
Portugal				0,0	0,4							
Irland				-0,3	0,5							
Großbritannien	-10,2	4,7	2,9	0,9	1,7	1,6				-18,6	-7,8	-5,6
Dänemark	-5,9	5,1		0,3	1,3		6,2	6,7		-7,2	-2,3	
Norwegen	-6,3	2,9		2,4	2,2		-1,3	0,1		0,8	3,7	
Schweden	-6,1	4,3		0,4	1,1		3,7	4,0		-5,6	-2,2	
Schweiz	-6,0	3,8		-0,4	0,6		7,2	8,8		-5,1	-1,9	
Tschech. Rep.	-9,9	4,1		3,3	2,5		-2,3	0,5		-4,4	-2,4	
Ungarn	-5,5	3,2		3,5	2,4		-2,8	-0,6		-4,6	-3,2	
Polen	-6,6	3,3		3,3	2,3		-2,6	-0,1		-7,9	-3,3	
USA	-4,0	3,3	3,6	1,2	2,1	1,9	-3,1	-3,5	-3,5	-15,3	-9,3	-5,6
Japan	-6,2	1,7	2,0	0,0	0,3	0,9	2,7	2,6	2,6	-14,6	-11,3	-6,7
China	2,0	9,0	5,8	3,0	2,3	2,6	1,5	1,2	1,0	-6,7	-4,0	-3,0
Welt	-4,0	5,3		2,8	2,8							

*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. Vj., Jahresdaten % gg. Vj.

	2019	2020P	2021P	2022P	2020				2021			
					Q1	Q2	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	0,6	-5,5	4,5	2,8	-2,0	-9,7	6,0	2,5	0,3	0,8	1,5	1,6
Privater Konsum	1,6	-6,3	3,6	2,2	-2,5	-10,9	7,5	2,5	0,0	0,5	1,0	0,9
Staatsausgaben	2,7	4,0	2,7	0,3	0,6	1,5	2,0	1,0	0,3	0,2	0,2	0,2
Anlageinvestitionen	2,5	-3,3	4,4	4,2	-0,5	-7,9	3,9	2,6	1,7	1,7	1,6	1,6
Ausrüstungen	0,5	-18,5	8,1	6,0	-7,3	-19,6	8,0	4,0	2,0	2,0	3,0	3,0
Bau	3,8	5,9	2,8	2,7	5,1	-4,2	5,0	1,5	-0,5	0,4	0,6	0,6
Lager, %-Punkte	-0,7	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0
Exporte	1,0	-11,1	8,9	5,4	-3,3	-20,3	13,0	5,0	1,0	2,0	3,0	3,0
Importe	2,6	-7,2	6,4	3,8	-1,9	-16,0	11,6	4,0	0,5	1,0	1,5	1,5
Nettoexport, %-Punkte	-0,6	-2,3	1,4	0,9	-0,8	-2,8	0,9	0,6	0,2	0,5	0,8	0,8
Konsumentenpreise (HVPI)	1,3	0,5	1,2	0,9								
Arbeitslosenquote, %	5,0	6,0	6,5	6,3								
Industrieproduktion*	-4,2	-12,0	7,0	3,0								
Budgetsaldo, % BIP	1,5	-8,2	-2,8	-1,3								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	59,8	72,6	74,1	72,0								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,1	6,4	6,2	6,0								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	267,1	212	215	212								

* Verarbeitendes Gewerbe (NACE C)

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



Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

- Wir haben unsere BIP-Prognose für 2020 auf -5,5% angehoben und rechnen für 2021 mit einem Wirtschaftswachstum von 4,5%. Ein wichtiger Faktor dabei: Der Aufschwung zeigte sich bereits im Verlauf des 2. Quartals – als das BIP um 9,7% schrumpfte – dynamischer als erwartet. Der Schwung konnte in den Juli mitgenommen werden. Auch wenn es im August wahrscheinlich zu einer kurzfristigen Abschwächung gekommen sein dürfte, erwarten wir nun im 3. Quartal einen Anstieg des BIP um 6,0% gegenüber dem Vorquartal.
- Zusammen mit einem Wachstum von 2,5% im 4. Quartal wird das zu einem jährlichen BIP-Rückgang von „nur“ 5,5% führen. Zum Vergleich: Anfang Mai, auf dem Höhepunkt der Pandemie in Europa, wurden – nicht nur von uns – noch -9% erwartet. Der höhere Übertrag aus 2020 lässt das BIP-Wachstum 2021 trotz einer im 1. Halbjahr wohl nachlassenden Dynamik auf 4,5% ansteigen.

Prognosen und politische Reaktion

„Prognosen sind schwierig, vor allem wenn sie...“ – wir alle wissen, wie das Bonmot endet. Wir Ökonomen haben es schon allzu oft unter die Nase gerieben bekommen. Die Corona-Pandemie hat uns auch brutal in Erinnerung gerufen, dass unsere Modelle, selbst die ausgefallensten Risikoszenarien, die Zukunft nicht abbilden können. Die Verhaltensökonomie lehrt uns, dass Menschen unter unsicheren Bedingungen dazu neigen, relativ kleinen Wahrscheinlichkeiten ein zu großes Gewicht beizumessen, vor allem dann, wenn die Situation für sie neu und schwer fassbar ist. Wir wissen aber auch, dass das Verhalten recht häufig zum Mittelwert zurückkehrt, es sei denn, das Umfeld hat sich vollständig verändert. Das unklare Zusammenspiel der beiden Reaktionsmuster macht die Vorhersage des Verhaltens von Verbrauchern und Arbeitnehmern äußerst schwierig.

Selbst eingefleischten Verteidigern von Deutschlands schwarzer Null war klar, dass die Pandemie – nicht nur in Deutschland – zu einer fiskalpolitischen Kehrtwende führen würde, was angesichts der wirtschaftlichen Folgen der Pandemie und der erzwungenen temporären Stilllegung von Teilen der Wirtschaft natürlich angemessen war. Dass aber immer weitere Ausgaben angehäuft werden, als gäbe es kein Morgen, ist allerdings noch einmal eine ganz andere Geschichte. Was die Geldpolitik betrifft, war keine Kehrtwende notwendig, aber mittlerweile gibt es praktisch keinen Spielraum mehr. Fiskal- und Geldpolitik arbeiten so eng zusammen, dass die Begründung der EZB, ihre Politik ziele darauf ab, eine Verschlechterung der finanziellen Bedingungen und eine Fragmentierung innerhalb der Eurozone zu verhindern, kaum darüber hinwegtäuschen kann, was wirklich geschieht. Diese „Affäre“ zwischen Finanz- und Geldpolitik kann sich als verhängnisvoll erweisen – es sei denn, man glaubt an die von der modernen Geldtheorie (modern monetary theory, MMT) postulierte Voodoo-Ökonomie. Die zunehmende Überbewertung von Aktiva und die wachsende Verschuldung – befeuert durch die extremen geld- und fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahmen – könnten die Weltwirtschaft leicht in die nächste Finanzkrise stürzen.

Anstieg der Infektionen, aber nicht mehr „Social Distancing“

Seit Ende Juli ist die Zahl der Neuinfektionen in Deutschland von unter 400 auf durchschnittlich mehr als 1.500 pro Tag gestiegen. Sie liegt damit – im Gegensatz zu einigen anderen Ländern des Euroraums – deutlich unter den April-Höchstwerten von rund 5.600 pro Tag. Darüber hinaus ist die Mortalität nach

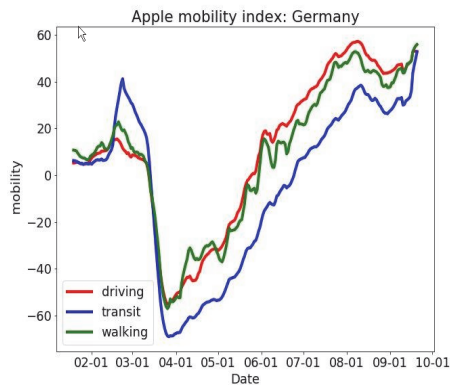


Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

wie vor niedrig (112 pro 1 Mio.), was wahrscheinlich erklärt, warum die Mobilitätstracker keine erkennbare Zunahme des Social Distancing zeigen. Zudem ist auch die Zahl der Patienten, die eine Intensivpflege benötigen, nach wie vor niedrig. Ausreichend freie Kapazitäten im Gesundheitssektor (28% der Intensivbetten werden nicht genutzt) machen umfangreiche Lockdowns unwahrscheinlich, selbst wenn, wie allgemein erwartet, die Zahlen im Herbst/Winter weiter ansteigen.

Apple Mobilitätsindex

1

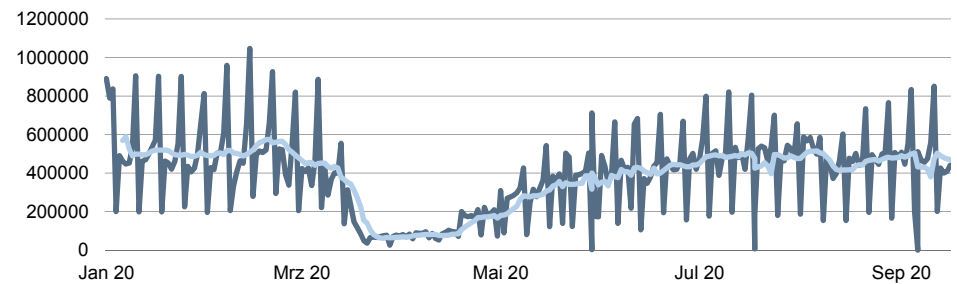


Quelle: Apple mobility data

Fußgänger in Deutschlands Top 10 Einkaufsstrassen

2

Zahl der Fußgänger



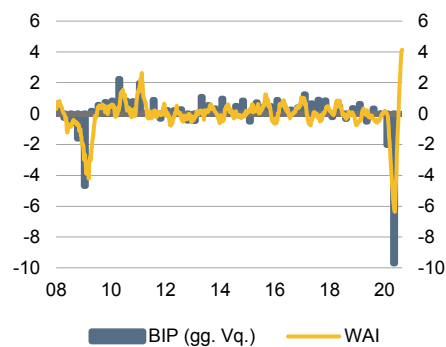
Quellen: Deutsche Bank Research, Hystreet.com

Das 3. Quartal sieht dank eines starken Übertrags aus dem 2. Quartal besser aus

BIP & Bundesbank Weekly Activity Indicator (WAI)

3

% gg. Vq.



Quelle: Deutsche Bundesbank

Der im 2. Quartal verzeichnete Rückgang des BIP um 9,7% war historisch, aber weniger extrem als erwartet. Dazu passt, dass auch der Rückgang des globalen BIP im 2. Quartal nicht bei 7,4% lag, wie von uns Anfang Mai prognostiziert, sondern bei etwa 6%. Neben der unerwartet starken geld- und fiskalpolitischen Reaktion hat uns das veranlasst, unsere globale Wachstumsprognose für das Gesamtjahr gegenüber den vor fünf Monaten prognostizierten -5,6% auf -3,9%¹ zu revidieren, obwohl der Verlauf der Pandemie sicherlich schlimmer war, als wir damals annahmen.

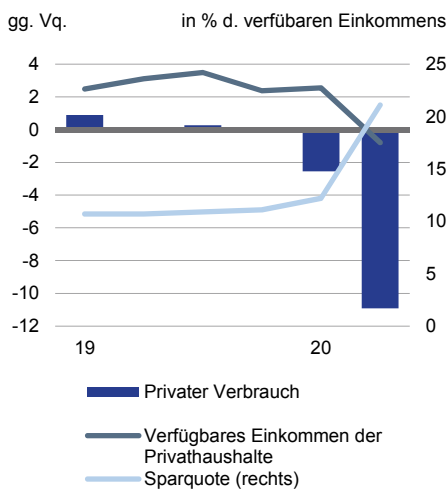
Die monatlichen Indikatoren deuten darauf hin, dass das BIP im April gegenüber dem April des Vorjahres um mehr als 15% gesunken ist, dass sich jedoch der Verlust gegenüber dem Vorjahr bis Juni auf etwa 8% verringert hat. Diese Verbesserung sorgte für einen positiven Übertrag in das 3. Quartal. Umfragedaten deuten auf eine weitere Beschleunigung während des Quartals hin, auch wenn die reinen Fakten für Juli und August eine gewisse (erwartete) Abschwächung erkennen ließen. Der jüngste Stand des wöchentlichen Aktivitätsindex (WAI) der Bundesbank ergibt dagegen eine Quote von 7,4% gg. Vj., die in den letzten beiden Wochen des Quartals weiter steigen dürfte. Allerdings scheint der Index einige unverhältnismäßig stark betroffene Wirtschaftszweige außer Acht zu lassen. Wie schon beim 2. Quartal, für das sich aus dem WAI ein BIP-Rückgang von „nur“ 4% ergab, erwarten wir, dass der Index auch das 3. Quartal deutlich überschätzt. Alles in allem dürfte das BIP um rund 6% steigen, wobei der private Konsum den größten Wachstumsbeitrag beisteuern dürfte.

¹ Hooper, Peter et al. (2020). World Outlook Update: Recovery progressing amid uncertainty. Deutsche Bank Research. 20. September.



Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

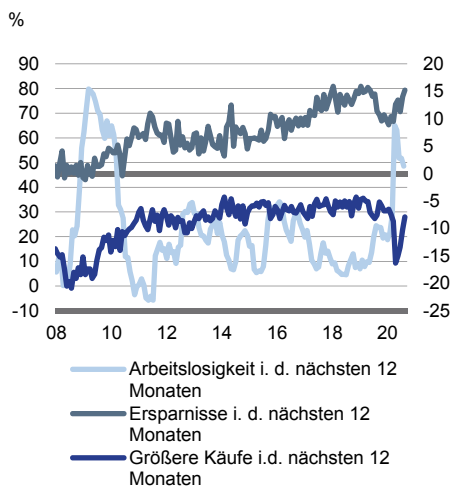
Haushaltseinkommen & Sparquote 4



Privater Konsum als Motor des Aufschwungs

Im 2. Quartal wurde der durch den Lockdown bedingte Verlust an Lohneinkommen (-6,6% gg. Vq.) durch einen Anstieg der Sozialtransfers um 5,2% weitgehend ausgeglichen (im 2. Quartal bezogen rund 6,7 Mio. Beschäftigte Kurzarbeitergeld), was den Rückgang des nominalen verfügbaren Einkommens auf 0,8% begrenzte. Doch aufgrund fehlender Möglichkeiten und mangelnder Kaufbereitschaft brach der private Konsum im 2. Quartal um 10,9% gg. Vq. ein, was dazu führte, dass sich die Sparquote annähernd verdoppelte (21,1% nach 12,2% im ersten Quartal). Obwohl sich die Haushalte nach den Spitzenwerten im April geringfügig weniger Sorgen um den Arbeitsplatz machten, sind ihre Sparabsichten weiter gestiegen. Das deutet nicht darauf hin, dass die großteils unfreiwillige aufgelaufene Ersparnis des 2. Quartals schon im 3. Quartal wieder in den Konsum fließen wird. Dennoch sind einige Teile der Konsumbranche (Tourismus, Restaurants, Friseure), die im 2. Quartal weitgehend zum Stillstand gekommen waren, wieder zum Leben erwacht, auch wenn sie sich bestimmt noch nicht vollständig erholt haben. Mehr noch: Ein großer Teil des im 2. Quartal ausgebliebenen Geschäfts dieser Sektoren wird im 3. Quartal nicht aufgeholt werden – es bleibt verloren.

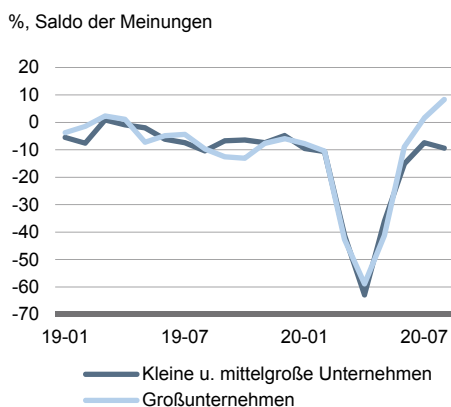
Verbraucherstimmung 5



Investitionsausgaben – keine Entwarnung

Die Auslandsaufträge nahmen im Juni (+23,6% gg. Vm.) und Juli (+14,4%) sprunghaft zu, wodurch sich der Verlust gegenüber dem Vorjahr auf 7% verringerte. Die ifo Exporterwartungen haben sich erholt, erlitten aber im August einen kleinen Rückschlag, während sich die Exporteinschätzung im PMI weiter – im September sogar kräftig – verbesserte. Im restlichen Jahr bleiben die Exportaussichten wegen der Wiederkehr von Corona in einigen wichtigen Exportmärkten sowie aufgrund der mit den US-Wahlen verbundenen Ungewissheiten (Handelspolitik) und wegen des Brexit unsicher. Das ist auch ein Belastungsfaktor für den Aufschwung der Investitionsausgaben, die im 2. Quartal um 19,6% geschrumpft sind. Zudem lag die Kapazitätsauslastung im dritten Quartal immer noch 8,5 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt und die betrieblichen Erträge (plus Mischeinkommen) erlebten im zweiten Quartal einen massiven Einbruch (-8,4% gg. Vq.). Zwar sind die Kapitalpolster der KMU im Durchschnitt solide. Es gibt aber vereinzelte Hinweise darauf, dass die Unternehmen ihre Investitionspläne vor dem Hintergrund ihrer finanziellen Situation zurückschrauben.

Dienstleistungen: Geschäftserwartungen 6



Ruck im 2. Halbjahr 2021 bringt die Wirtschaft wieder auf Vorkrisenniveau

Im Winterhalbjahr wird der Aufholeffekt deutlich nachlassen. Die wohl dann deutlicher steigenden Infektionsraten geben Anlass zu der Sorge, dass wieder mehr Social Distancing stattfinden wird. Im 1. Quartal wird der private Konsum langlebiger Konsumgüter dadurch behindert werden, dass der Umsatzsteuersatz nach der vorübergehenden Senkung um drei Prozentpunkte im zweiten Halbjahr 2020 wieder auf 19% angehoben wird. Das Ende des Insolvenzmoratoriums wird seine Spuren im Arbeitsmarkt hinterlassen, wo in den letzten Monaten Anzeichen einer vorübergehenden Stabilisierung erkennbar wurden. Bislang sind die Insolvenzen in diesem Jahr weiter unter das Niveau von 2019 gefallen, obwohl sich das BIP-Wachstum gegenüber dem Vorjahr bereits im 4. Quartal 2019 auf magere 0,3% verlangsamt hatte. Der Dienstleistungssektor hat sich nach Einschätzung der aktuellen Situation (29 Punkte unter dem Stand von Januar, ifo) weit weniger erholt als die Industrie, wo die Einbuße bei elf Punkten liegt. Darüber hinaus haben sich die Erwartungen für die KMU im Dienstleistungssektor im August wieder abgeschwächt. Das weist darauf hin,

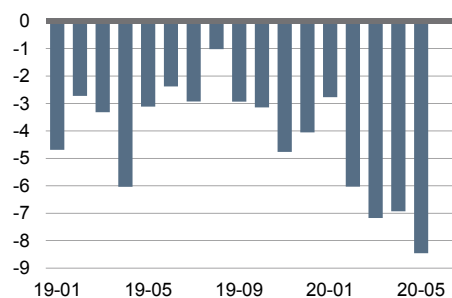


Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

Insolvenzen: Unternehmen

7

gg. Vj., gleit. 3M-Durchschn.



Quelle: Statistisches Bundesamt

dass kleinere Unternehmen im Dienstleistungssektor am stärksten gefährdet sind. Laut einer ifo-Umfrage vom Juli sehen sich rund 20% der befragten Unternehmen in ihrer Existenz bedroht. Im Dienstleistungssektor war dieser Anteil am größten (27%), wobei die höchsten Werte von Reisebüros und Reiseveranstaltern (85%), Hotels (76%) und Restaurants (67%) gemeldet wurden. Der erneute Rückgang des Einkaufsmanagerindexes im Dienstleistungssektor (PMI) unter die Schwelle von 50 im September unterstreicht diese Befürchtungen. Die Insolvenzen könnten bereits ab Oktober steigen, wenn das Insolvenzmoratorium für illiquide Firmen ausläuft (auch wenn diese Situation durch die Pandemie verursacht sein sollte). Für überschuldete Firmen bleibt die Pflicht zur Insolvenzbeantragung bis Jahresende ausgesetzt. Laut Creditreform gab es im ersten Halbjahr 8900 Unternehmensinsolvenzen, 8,2% weniger als im ersten Halbjahr 2019, nicht zuletzt wegen der Vielzahl von Finanzhilfen durch die Regierung, aber insbesondere wegen des Insolvenzmoratoriums. Creditreform schätzt, dass etwa 550.000 Unternehmen überschuldet sind.² Dies wären rund 15%, was uns allerdings etwas zu hoch erscheint.

Alles in allem rechnen wir für das erste Halbjahr mit eher bescheidenen Wachstumsraten. Wir gehen aber davon aus, dass ein breit verfügbarer Impfstoff in der zweiten Hälfte des Jahres 2021 die Lebensgeister und den Optimismus der Verbraucher wieder wecken wird, sodass die Wirtschaft bis Ende 2021 wieder auf das Vorkrisenniveau zurückkehren dürfte.

Risiko eines früheren Anstiegs der Infektionsrate

Das größte Risiko für diese Prognose bleibt die Entwicklung der Corona-Pandemie. Der bis heute anhaltende Anstieg der Neuinfektionen in Deutschland scheint die Hypothese zu widerlegen, dass es sich hierbei lediglich um eine durch Urlaubsrückkehrer aus dem Ausland verursachte Spitze handelte. Da die Infektionsraten in vielen Nachbarländern Deutschlands zum Teil sogar dramatisch zunehmen, könnten sie weiter ansteigen, noch bevor es kälter wird – was von vielen als wahrscheinlicher Auslöser für mehr Infektionen angesehen wird. Auch wenn es nicht zu großen regionalen Lockdowns kommt, würde eine solche Entwicklung den Konsum – durch mehr (freiwilliges) Social Distancing – ebenso wie die Investitionsausgaben – aufgrund der dadurch zunehmenden Unsicherheit – belasten.

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

² FAZ vom 17. September 2020.

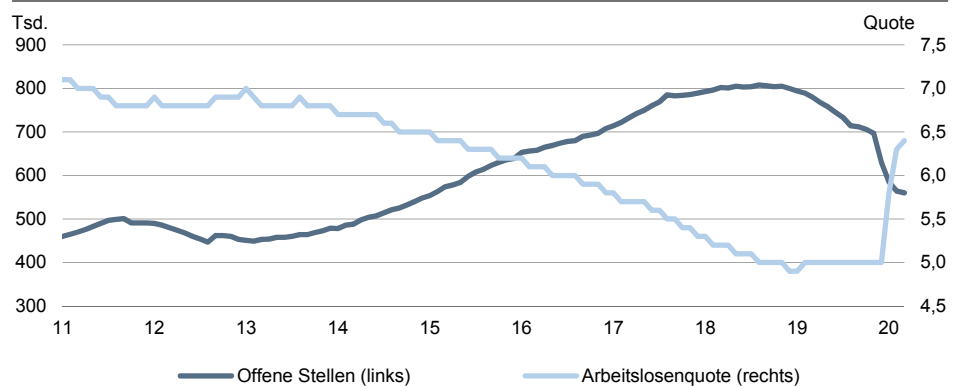


Deutscher Arbeitsmarkt vorerst stabilisiert

Nach dem Corona-Schock in H1 hat sich der deutsche Arbeitsmarkt im Verlauf der Sommermonate stabilisiert. Die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl stieg bis zum Juni auf 2,94 Mio. an, konnte in den Monaten Juli und August dann aber wieder leichte Rückgänge um 17 Tsd. und 9 Tsd. verzeichnen. Die Erwerbstätigkeit zeigte im Juli (+53 Tsd. sb.) ebenfalls erste Erholungstendenzen. Nach den jüngsten, bis Juni reichenden Hochrechnungen der Bundesagentur für Arbeit (BA) dürfte die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung im Juni saisonbereinigt um 40 Tsd. gestiegen sein. Ohne die Berücksichtigung saisonaler Einflüsse lag die Erwerbstätigenzahl im Juli mit 44,69 Mio. allerdings noch um 1,4% oder 621 Tsd. Personen unter dem Vorjahresmonat.

Deutscher Arbeitsmarkt: Anstieg der Arbeitslosigkeit vorerst gestoppt

1



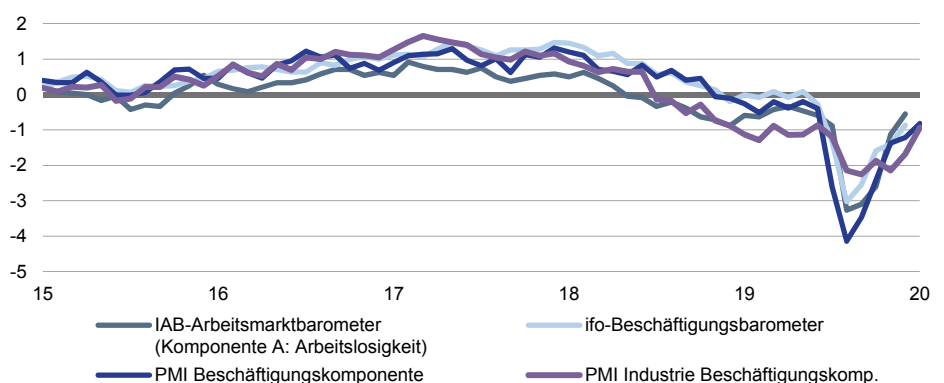
Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Der massive Einsatz von Kurzarbeit begrenzte bisher den Anstieg der Arbeitslosigkeit. In der Spitze lag die realisierte Kurzarbeit nach Hochrechnungen der BA bei 6 Mio. im April und ging bis Juni leicht auf 5,4 Mio. zurück. Die Ende Q2 einsetzende konjunkturelle Aufwärtsdynamik ließ die Arbeitskräftenachfrage zuletzt wieder leicht anziehen. Nach deutlichen Rückgängen in den Vormonaten (H1: -150 Tsd.) stabilisierte sich im August auch die Zahl der bei der BA gemeldeten offenen Stellen. Für die kommenden Monate signalisieren die vorlaufenden Arbeitsmarktindikatoren von ifo-Institut und IAB sowie auch die Beschäftigungskomponenten der Einkaufsmanagerindizes PMI eine weitere Stabilisierung.

Vorlaufende Arbeitsmarktindikatoren signalisieren weitere Stabilisierung des Arbeitsmarkts

2

Standardisierte Werte



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



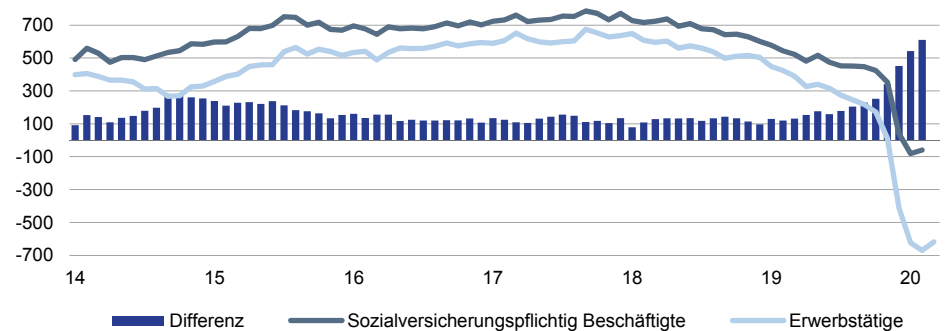
Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

Unter Berücksichtigung der bisherigen Arbeitsmarktentwicklung des Jahres 2020 und der Aufwärtsrevision unserer BIP-Prognose für Deutschland auf -5,5% (zuvor -6,4%) erwarten wir nun in diesem Jahr eine Arbeitslosenquote von 6%. Nach einem Rückgang der Arbeitslosenzahl in Q3 ist im Jahresschlussquartal wieder mit einem Anstieg zu rechnen. Entlassungen sind unter anderem im Gastgewerbe zu erwarten, da Betriebe ihr gegenwärtiges Freiluftangebot witterungsbedingt einschränken dürften. Auch in der Industrie überwiegen trotz der jüngsten Stimmungsaufhellung weiterhin die Entlassungsabsichten mit Blick auf die nächsten drei Monate. Entgegen der üblichen Erholung zu Jahresbeginn könnte die Arbeitslosigkeit auch in Q1 des kommenden Jahres um rund 30 Tsd. Personen ansteigen. Im Gesamtjahr 2021 dürfte die Arbeitslosenquote auf 6,5% ansteigen und die Arbeitslosenzahl damit im Jahresdurchschnitt bei gut 2,9 Mio. liegen. Die Erwerbstätigkeit dürfte angesichts des Wirtschaftseinbruchs im Jahr 2020 im Durchschnitt um knapp 0,8% oder 44,9 Mio. Personen zurückgehen. Im Jahr 2021 dürfte die Erwerbstätigenzahl wieder um rund 0,3% (120 Tsd.) auf dann etwa 45,1 Mio. ansteigen.

Der Corona-Schock vergrößerte die Lücke zwischen Erwerbstätigkeit und sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung

3

Veränderung gg. Vj., '000 Personen



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

Trotz der konjunkturellen Erholung könnten viele Unternehmen im kommenden Jahr zurückhaltend mit Neueinstellungen bleiben und so den Rückgang der Arbeitslosigkeit bremsen. Im Verarbeitenden Gewerbe dürfte das insbesondere für die Metall, Elektro- und Stahlindustrie gelten, die mit strukturellen Umwälzungen und politischen Unsicherheiten zu kämpfen haben. Auch Dienstleistungsunternehmen, die auf persönliche Interaktion ausgerichtet sind (Gastgewerbe, Tourismus etc.) bleiben nach wie vor anfällig für kurzfristige Nachfrageeinbrüche, sei es infolge individueller Vorsicht der Konsumenten oder gesetzlicher Vorgaben bei wieder ansteigenden Corona-Infektionen. Mit dem Wiederinkrafttreten der Insolvenzantragspflicht ist im kommenden Jahr vor allem mit einer steigenden Zahl von Anzeigen kleiner Unternehmen zu rechnen. Neben all diesen belastenden Faktoren könnte der weitere Einsatz von Kurzarbeit den Arbeitsmarkt auch im Jahr 2021 entlasten. Die Bezugsdauer wurde bis auf 24 Monate verlängert, maximal bis zum 31. Dezember 2021. Trotz der Anreize zur Weiterbildung während der Kurzarbeit sind sehr lange Bezugsphasen kritisch zu sehen, da sie dann über die Überbrückung konjunktureller Schwächephasen hinausgehen und eher strukturelle Probleme überdecken.

Tariflohnentwicklung in 2020

Die Corona-Krise beeinflusste auch die Tarifrunde 2020 maßgeblich, dabei aber branchenspezifisch recht unterschiedlich. Die Schwergewichte dieser Verhandlungsrunde nach Tarifbeschäftigten sind die Metall- und Elektroindustrie (3,8 Mio. Tarifbeschäftigte), das Bauhauptgewerbe (633 Tsd.) und der öffentliche



Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

Dienst von Bund und Gemeinden (2,7 Mio.). Ein Großteil der Verhandlungen ist bereits abgeschlossen. In der Metall- und Elektroindustrie stand hingegen die Arbeitsplatzsicherung im Vordergrund. Der zuvor gekündigte Tarifvertrag wurde bis zum Ende des Jahres 2020 ohne Entgelterhöhung wieder in Kraft gesetzt. Im weniger von der Corona-Pandemie beeinträchtigten Bauhauptgewerbe ergab der im September angenommene Schlichterspruch hingegen ein deutliches Lohn-Plus von 2,1% im Westen und 2,2% in Ostdeutschland. Zusätzlich wurden ein Lohnzuschlag für Weg- und Pendelstrecken sowie eine einmalige steuer- und sozialabgabenfreie Sonderzahlung (EUR 500, Auszubildende EUR 250) vereinbart. Die Tarifverhandlungen für den öffentlichen Dienst von Bund und Gemeinden sind hingegen noch nicht abgeschlossen. Die zweite Verhandlungsrunde endete am 20. September ergebnislos (nächste Runde 22./23. Oktober). Beide Tarifparteien hielten an ihren Forderungen (Gewerkschaft: u.a. Entgelterhöhung +4,8%, Arbeitgeber: Nullrunde) fest. Hier liegt die pikante Situation vor, dass es während der starken Ausbreitung der Corona-Pandemie als allgemein anerkannt galt, die Beschäftigten entsprechend für ihren Einsatz zu belohnen, die Arbeitgeber sich nun aber in Zurückhaltung üben. Gegenwärtig laufen nun erste Warnstreiks an.

Für die Tariflohnentwicklung des laufenden Jahres sind auch bereits in 2019 und früher getroffene Vereinbarungen relevant. Damit dürften die Corona-bedingt niedriger ausfallenden Verhandlungsergebnisse des Jahres 2020 zum Teil ausgeglichen werden. Auch in der Tarifrunde des kommenden Jahres dürfte der Arbeitsplatzsicherung ein hoher Stellenwert eingeräumt werden. Wir erwarten im Jahr 2020 einen Tariflohnzuwachs von etwa 2%, gefolgt von rund 1,5% im Jahr 2021.

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



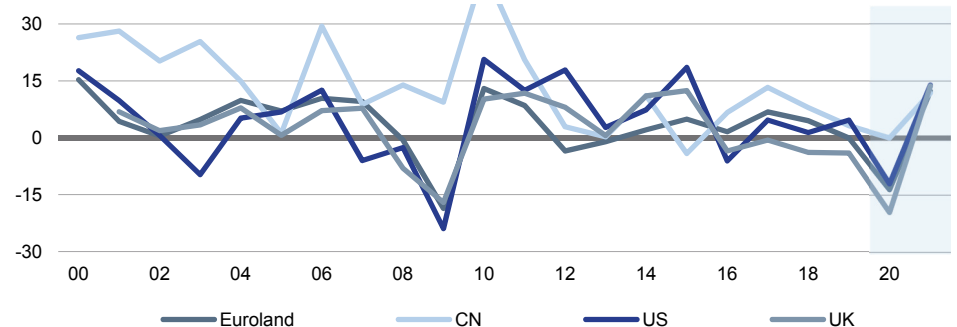
Bilaterale Exporte: Große Unterschiede zwischen wirtschaftlich starken und schwachen Ländern

- Die Exportmärkte dürften sich sehr unterschiedlich entwickeln. Viele Länder, die bereits vor der Corona-Krise strukturellem Gegenwind ausgesetzt waren, sind auch von der Gesundheitskrise härter getroffen als wettbewerbsfähigere Länder.
- Während die Exporte in einige europäische Länder gegenüber dem Jahr 2019 sogar zugelegt haben könnten, dürften die Exporte in die strukturschwachen europäischen Länder um bis zu 20% zurückgehen. Im Gegensatz dazu könnten die Exporte in die wichtigsten asiatischen Länder, insbesondere China und Korea, relativ unbeschadet aus der Krise hervorgehen. Eine positive Überraschung sind die Exporte in die USA. Dies ist insofern bemerkenswert, als die rapide steigende Zahl der Infektionen eine erhebliche Unsicherheit über die Entwicklung der US-Wirtschaft verursacht hatte.
- Im Jahr 2021 werden die Exporte wahrscheinlich wieder anziehen. Wir gehen davon aus, dass das Exportwachstum in einigen Ländern im Jahr 2021 die Rückgänge im Jahr 2020 ausgleichen wird. In Ländern mit strukturellen Problemen wie einer alternden Gesellschaft, mangelnder Wettbewerbsfähigkeit oder politischen Risiken ist jedoch mit einer sehr allmählichen Normalisierung zu rechnen. Zu diesen Ländern gehören DMs wie Japan und einige große europäische Volkswirtschaften, aber auch EMs wie Mexiko, Brasilien und Südafrika.

Bilaterale Exporte in Länder & Regionen

1

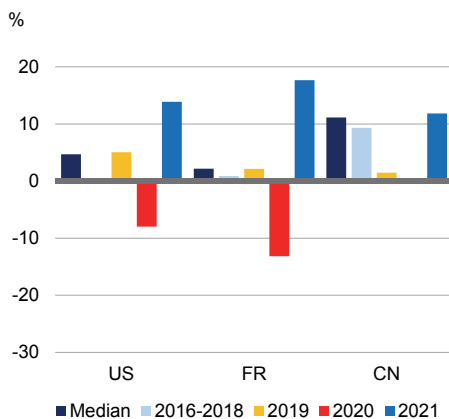
Mrd. EUR



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Top 3 Länder: Bilaterale nominale Güterexporte

2



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Lichtblicke nach starkem Rückgang der deutschen Exporte

Im zweiten Quartal schrumpften die deutschen Realausfahrten im Vergleich zum Vorquartal um 20,3%. Dies ist ein stärkerer Rückgang als während der GFC. Im vierten Quartal 2008 fielen die Exporte um fast 6% und im ersten Quartal 2009 um 11,5%. Doch trotz des tiefsten Konjunkturreinbruchs seit mehr als 70 Jahren erleben wir eine starke industrielle Erholung. Die Auslandsaufträge und die Produktion nahmen im Mai und April stark zu und liegen derzeit etwa 10% unter dem Vorkrisenniveau. Auch der Welthandel ging im April um etwa 20% zurück und lag im Juli immer noch etwa 10% unter dem Vorkrisenniveau. Es gibt erhebliche Unterschiede zwischen den Ländern. Dies spiegelt sich auch in den deutschen Exporten wider, die sich fast überall stark erholten – wenngleich der wirtschaftliche Aufschwung in Asien, angeführt von China, wesentlich kräftiger war als in Europa und Amerika.



Asiatische Exporte blieben recht widerstandsfähig

Die industriellen Schwergewichte China und Südkorea scheinen die Krise relativ gut bewältigt zu haben. Im August stieg die Produktion in China um mehr als 5% und sie ging in Korea (Juli) im Jahresvergleich nur um -2,5% zurück. Beide Länder zusammen machen etwa die Hälfte aller deutschen Exporte nach Asien aus. Damit verzeichneten die Gesamtexporte nach Asien im Juni ein Plus von mehr als 2% im Jahresvergleich. Sie haben sich damit fast wieder normalisiert, denn die durchschnittliche Wachstumsrate von 2016 bis 2019 lag nur über 3% p.a. Die großen Sektoren entwickelten sich jedoch sehr uneinheitlich. So lagen beispielsweise die Exporte des Sektors „sonstige Transportausrüstungen“ nach China im Juli mit fast 40% gegenüber Juli 2019 immer noch tief in den roten Zahlen gegenüber den Exporten des Automobilsektors nach China, die mit einem Plus von fast 8% wieder positiv waren. Im Mai 2020 dachten wir auch, dass die japanische Wirtschaft angesichts der positiven wirtschaftlichen und epidemiologischen Entwicklung wichtiger Nachbarländer relativ glimpflich davonkommen könnte. Im zweiten Quartal schrumpfte das BIP jedoch um annualisiert 28,1% und die japanische Produktion lag im Juli immer noch um etwa 10% unter dem Niveau vor der Pandemie. Auch die deutschen Exporte nach Japan waren im Juli schwach und gingen im Jahresvergleich um fast 30% zurück. Dies war jedoch auch durch einen Basiseffekt bedingt. Trotz der relativ milden Wirtschaftskrise in Asien gehen wir davon aus, dass das BIP in Japan im Jahr 2020 um mehr als 6% schrumpfen und im Jahr 2021 um magere 1,7% steigen wird. Die deutschen Exporte nach Japan dürften also nur allmählich zunehmen. Angesichts der alternden Bevölkerung stellt sich die Frage, ob der sehr harte Konjunkturreinbruch nicht auch durch die Strukturschwäche getrieben ist. In diesem Fall könnte Japan in den kommenden Jahren an Bedeutung verlieren (2019: Rang 16 der wichtigsten Exportländer).

Europa: Die Exporte in einige Länder könnten im Jahr 2020 um bis zu 20% zurückgehen

Im Vergleich zu der relativ milden Krise in Asien dürfte der Rückgang der Exporte in europäische Länder ein historisches Ausmaß erreichen. Insgesamt machen sie 68% der gesamten Warenexporte aus. Sowohl die Exporte in die Länder außerhalb des Euroraums (31% der gesamten Warenexporte) als auch in die Länder des Euroraums (37%) waren bereits vor dem Lockdown im März leicht negativ. Die gute Nachricht ist, dass wir im Mai zu pessimistisch waren. Damals erwarteten wir für das Gesamtjahr 2020 viel schwerere Verluste als heute.

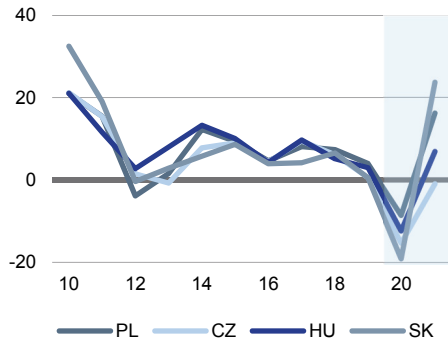
1. Exporte in den Euroraum: Der starke Rückgang des BIP des Euroraums von 15% im ersten Halbjahr wird unserer Ansicht nach nur teilweise durch eine Erholung im zweiten Halbjahr ausgeglichen werden. Wir prognostizieren nach wie vor einen zweistelligen Exportrückgang für 2020. Im April 2020 gingen die Exporte in den Euroraum im Jahresvergleich um 37% zurück und sind im Juli immer noch um fast 11% gesunken. Wir rechnen weiterhin mit einer allmählichen Erholung, da die Gesamtnachfrage noch immer nicht vollständig wiederhergestellt ist und Social Distancing und die Neuorganisation der Produktionsprozesse weiterhin eine Belastung darstellen, insbesondere in Spanien, wo die Zahl der Infektionen und Corona-bedingten Todesfälle wieder ansteigt. Für den Euroraum als Ganzes hat sich die Wirtschaft jedoch schneller erholt als im Mai erwartet. Infolgedessen erwarten wir, dass die deutschen Exporte im Jahr 2020 jährlich „nur“ um 14% (bisher 25%) zurückgehen werden.



Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

Nominale Güterexporte in die Visegrad-Länder

% gg. Vj.



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

- Die Auswirkungen der Krise auf Länder außerhalb des Euroraums (EU und Nicht-EU) sind sehr heterogen. So sind beispielsweise die Visegrad-Länder tief in die Produktionsketten des deutschen Verarbeitenden Gewerbes integriert. Unter diesen Ländern sind die Slowakei und Ungarn ein integraler Bestandteil der Produktionskette des Automobilsektors. Diese Länder wurden hart getroffen und ihr BIP wird voraussichtlich um etwa 5-7% schrumpfen. Daher überrascht es nicht, dass unter den vier Visegrad-Ländern die Exporte nach Ungarn und in die Slowakei im April und Mai im Jahresvergleich besonders starke Rückgänge von bis zu 50% verzeichneten. Für die Summe der Exporte in alle Visegrad-Länder, die etwa 11% der gesamten deutschen Exporte ausmachen, erwarten wir für 2020 einen Rückgang der Exporte im Jahresdurchschnitt um nur 12% (bisher -20%). Für die Exporte nach Russland, Rumänien und Bulgarien wird ein ähnlicher Rückgang erwartet, der für jedes Land rund 13% im Jahresdurchschnitt betragen könnte. Eine positive Überraschung gab es dagegen bei den Exporten in die Türkei. Nach einem starken Einbruch von fast 25% im Mai lagen die Exporte im Juli auf dem gleichen Niveau wie im Juli 2019. Sollten sich die Exporte in die Türkei für den Rest des Jahres seitwärts bewegen, würden sie sogar eine positive Wachstumsrate aufweisen. Ebenso könnten die Exporte in die Schweiz sehr robust sein und für das Jahr sogar leicht positiv ausfallen. Relativ moderate Rückgänge der Exporte scheinen für die skandinavischen Länder möglich, trotz einer gewissen Volatilität in den letzten Monaten.
- Für das Vereinigte Königreich wird ein schwerer und vermutlich lang anhaltender Verlust erwartet. Die Exporte stürzten im ersten Quartal 2020 im Jahresvergleich um fast 15% ab, was auf einen vorübergehenden Anstieg im ersten Quartal 2019 zurückzuführen ist, d.h. auf Vorzieheffekte im Vorfeld der ersten Brexit-Frist (31. März 2019), und verzeichneten im zweiten Quartal einen Rückgang um 35%, da das Vereinigte Königreich von der Corona-Krise besonders hart getroffen wurde. Trotz der jüngsten Verbesserungen an der Wirtschaftsfront erwarten wir für das Jahr 2020 einen durchschnittlichen jährlichen Rückgang von bis zu 20% (bisher „mehr als 20%“). Kürzlich löste die britische Regierung eine neue Welle der Brexit-Unsicherheit aus, als sie signalisierte, dass sie möglicherweise das Rückzugsabkommen mit der EU bezüglich der Rolle Nordirlands nicht einhalten werde. Dies erhöht das Risiko eines harten Brexit noch einmal. Sollte sich im Laufe des restlichen Jahres herausstellen, dass ein harter Brexit immer wahrscheinlicher wird, gehen wir davon aus, dass eine neue Runde von Vorzieheffekten die Unsicherheit überwiegen würde. In diesem Fall könnten sich die Exporte im Jahr 2020 besser entwickeln als erwartet, und in der Folge, mit dem Einsetzen eines WTO-Zollregimes, wäre ein weiterer starker Rückgang nahezu unausweichlich. Es bestünde dann das Risiko, dass der britische Markt immer unbedeutender wird. Die Exporte in das Vereinigte Königreich könnten sogar aus den Top 10 der wichtigsten Exportländer herausfallen (bisher Nr. 3, jetzt Nr. 5).

Insgesamt dürften die Exporte in EU-Länder außerhalb des Euroraums um etwa 10% schrumpfen. Die europäischen Exporte insgesamt dürften um 12% zurückgehen. In unserer Mai-Prognose erwarteten wir einen wesentlich stärkeren Rückgang von 19% – ungefähr das gleiche Niveau wie bei der GFC im Jahr 2009. Für die Exportindustrien scheint die Pandemie derzeit also eine weniger schwere Krise zu sein als die GFC. Ein großer Unterschied besteht jedoch darin, dass das deutsche Verarbeitende Gewerbe vor der Finanzkrise strukturell gesund war, während vor der aktuellen Krise insbesondere der Automobilsektor bereits einige Zeit lang mit erheblichen Schwierigkeiten zu kämpfen hatte.



Amerika: Exporte in die USA dürften positiv überraschen

Nach dem Tiefstand von 37% im Mai gingen die Exporte in die USA im Juli im Jahresvergleich immer noch um 17% zurück. Die -17% sind jedoch hauptsächlich auf einen Basiseffekt zurückzuführen. Darüber hinaus deuten die Frühindikatoren darauf hin, dass die US-Wirtschaft nach der Schrumpfung des BIP um -9% gegenüber dem Vorquartal im dritten Quartal einen kräftigen Aufschwung um etwa 7% erleben wird. Daher rechnen wir für den Rest des Jahres mit einer weiteren Normalisierung der Exporte in die USA, was angesichts der großen Unsicherheit im Frühjahr eindeutig eine positive Überraschung wäre. Infolgedessen erwarten wir, dass die US-Wirtschaft im Jahr 2020 im Jahresdurchschnitt um 4% schrumpfen wird. Die Exporte in die USA könnten um etwa 8% zurückgehen (im Mai prognostizierten wir -10%). Der zweitgrößte Exportmarkt unter den amerikanischen Ländern ist Mexiko. Die Exporte nach Mexiko waren stark betroffen und verloren im Mai mehr als 60% gegenüber dem Vorjahr. Im Juli lagen sie immer noch 25% unter dem Niveau des Vorjahres und wir glauben, dass es noch weitere Monate dauern wird, bis eine vollständige Erholung eintritt. Im Jahresdurchschnitt dürften die Ausfuhren nach Mexiko um etwa 17% zurückgehen, deutlich stärker als das mexikanische BIP, das um 10% schrumpfen dürfte. Wir gehen davon aus, dass die Exporte nach Kanada und Brasilien weniger stark schrumpfen werden als die Exporte nach Mexiko, was die geringere Bedeutung des Verarbeitenden Gewerbes in beiden Volkswirtschaften widerspiegelt. Das kanadische BIP dürfte um 7% und das brasilianische BIP um fast 5% schrumpfen. Infolgedessen prognostizieren wir, dass die Exporte nach Kanada im Jahresdurchschnitt um etwa 15% und die Exporte nach Brasilien um 14% schrumpfen werden.

Export und BIP-Prognosen

4

in % gg. Jahresdurchschnitt	Deutsche Exporte		BIP	
	2020	2021	2020	2021
USA	-8,0	13,9	-4,0	3,3
Eurozone			-8,0	5,4
Deutschland			-5,5	4,5
Eurozone ex DE	-13,5	12,3	-9,1	5,8
Frankreich	-13,2	17,7	-9,9	5,8
Italien	-11,7	7,3	-11,0	3,4
Spanien	-18,1	21,7	-13,7	5,5
UK	-19,5	13,7	-10,2	4,7
Kanada	-14,9	15,2	-6,9	3,6
Japan	-16,5	0,7	-6,3	1,7
China	0,1	11,9	2,0	9,0
Südkorea	2,7	4,8	-1,4	2,7
Indien	-10,5	12,4	-7,8	7,9
Russland	-13,7	12,7	-4,0	2,9
Türkei	0,6	6,7	-2,5	4,3
Südafrika	-31,7	22,2	-9,8	2,0
Brasilien	-14,3	10,3	-5,2	2,8
Mexiko	-16,7	15,7	-10,1	3,7
Welt	-11,8	9,6	-3,9	5,6

Trotz dieser starken Kontraktionen gibt es auch einige positive Wirtschaftsnachrichten. Unter den 10 epidemiologisch am stärksten betroffenen Ländern befinden sich vier amerikanische Länder, nämlich die USA, Brasilien, Mexiko und Peru. Sie weisen hohe absolute Sterbezahlen auf und haben derzeit etwa 30.000 der weltweit 60.000 schwerkranken Patienten. Trotz dieser schweren Belastung für den Gesundheitssektor scheinen diese Volkswirtschaften die Krise jedoch relativ gut zu überstehen.

Ausfuhren 2021: Große Schwankungsbreite dürfte anhalten

Wir prognostizieren³, dass sich das BIP in den meisten Ländern kräftig erholen wird und dass in den größten Wirtschaftsregionen, d.h. den USA, dem Euroraum und China, spätestens 2022 das Niveau der Wirtschaftstätigkeit vor Corona erreicht sein wird. In unseren Prognosen sind jedoch Japan, UK, Frankreich, Italien, Spanien bei den DM und Südafrika, Mexiko und Brasilien bei den EM nicht vor Ende 2022 wieder auf dem Vor-Corona-Niveau. Mit anderen Worten, wir sehen eine große Schwankungsbreite voraus, bei der sich strukturell gesunde Länder rasch erholen – und Länder mit verschiedenen strukturellen Problemen wie einer alternden Gesellschaft, mangelnder Wettbewerbsfähigkeit oder politischen Risiken dürften eine viel allmählichere Normalisierung erfahren. Diese Variation spiegelt sich auch in unserer erwarteten Entwicklung der deutschen Exporte wider, wo wir davon ausgehen, dass die Exporte Ende 2020 im Jahr 2021 in etwa gleich bleiben. Wenn wir also eine schnellere Normalisierung erleben, weil ein Impfstoff früher als derzeit erwartet zur Verfügung steht (H2) oder monetäre und fiskalische Impulse zu einem Überschießen der Konjunktur führen, würden die Exporte noch stärker wachsen. Im Gegensatz dazu stellt eine zweite Infektionswelle über den Winter – und vermutlich stärkeres Social Distancing – ein Abwärtsrisiko für dieses Basisszenario dar.

³ Hooper, Peter et al. (2020). World Outlook Update. Deutsche Bank Research. 20. September.

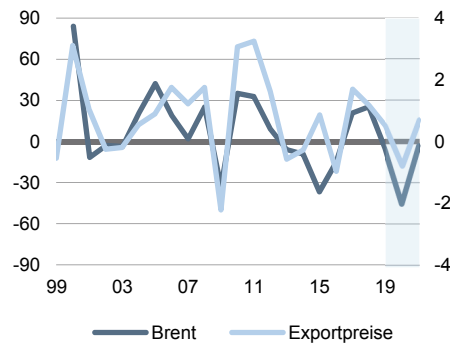


Leistungsbilanzüberschuss sinkt weiter in Richtung 6% des BIP

Deutschland: Exportpreise

5

beide y-Achsen: % gg. Vj.



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Die nominalen globalen Warenexporte dürften 2020 jährlich um 12% zurückgehen (vorher: -17%) und wir erwarten ein Plus von fast 10% im Jahr 2021. Die Pandemie-bedingte Schrumpfung wäre also wesentlich geringer als das, was wir während der GFC gesehen haben (2009: -18%). Im Jahr 2020 ist die Wechselkursvolatilität viel größer als im Jahr 2019, als viele Wechselkurse in engen Bandbreiten gehandelt wurden. Beispielsweise bewegte sich der EUR/USD-Kurs 2019 in einer Spanne von 1,09 bis 1,15, während die Spanne 2020 zwischen 1,07 und 1,20 lag. Trotz der höheren Volatilität liegt die durchschnittliche jährliche Veränderung jedoch bei mageren 0,3% (Gesamtjahr 2019 vs. 2020 bis zum 22. September). Dies gilt auch für viele andere Wechselkurse. Daher ist der Einfluss des Wechselkurses auf unsere jährlichen Exportprognosen vernachlässigbar, insbesondere im Verhältnis zu den großen Schwankungen der wirtschaftlichen Aktivität. Der wichtigste Input in unserem Exportpreismodell sind die Rohölpreise (Brent). Auf der Grundlage dieses Modells und der DB-Prognosen, die von einem Rohölpreis von 42,4 bzw. 47,5 USD pro Barrel in den Jahren 2020 und 2021 ausgehen, dürften die Exportpreise im Jahr 2020 um etwa -0,8% sinken (vorher: -3%) und im Jahr 2021 wieder um 0,7% steigen. Die relativ große Differenz gegenüber der vorherigen Prognose spiegelt die besser als erwartete Erholung der Exporte und die starke Erholung der Rohölpreise nach einem Stand von deutlich unter 30 USD pro Barrel im Mai und sogar negativen Preisen im Juni wider. Infolgedessen scheinen die Exportpreise viel weniger zurückgegangen zu sein als während der Finanzkrise, als 2009 im Jahresdurchschnitt -2,2% verzeichnet wurden. Daher dürften die realen jährlichen Exporte im Jahr 2020 um 11% schrumpfen (vorher: -14%) und 2021 um fast 9% wieder ansteigen. In der jüngeren Geschichte wuchsen die realen Importe etwa doppelt so schnell wie die reale Inlandsnachfrage. Wir erwarten, dass die Inlandsnachfrage 2020 um 3,5% schrumpfen und sie 2021 wieder ähnlich stark ansteigen wird. Dementsprechend dürften die Importe im Jahr 2020 um etwa 7% sinken und 2021 um mehr als 6% wieder ansteigen. In unseren Prognosen ergibt sich daraus ein Nettoexportbeitrag zum realen BIP-Wachstum von -2,3%-Punkten im Jahr 2020 und ein Plus von 1,4%-Punkten im Jahr 2021. Der Leistungsbilanzüberschuss 2020 könnte um etwa 13% auf EUR 212 Mrd. zurückgehen. Wir gehen davon aus, dass der BIP-Deflator um 1% steigen und das nominale BIP um 4½% schrumpfen wird. Infolgedessen dürfte der Leistungsbilanzüberschuss im Jahr 2020 auf „nur“ 6,4% des BIP schrumpfen. Im Jahr 2021 dürfte der Überschuss aufgrund positiver Nettoexportbeiträge und einer weiteren wirtschaftlichen Normalisierung weltweit leicht auf EUR 215 Mrd. (6,2% des BIP) ansteigen. Gemessen an der Wirtschaftskraft wäre die Leistungsbilanz dann seit dem Jahr 2015 jedes Jahr zurückgegangen.

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



Fiskalausblick 2020-22: Corona-Einschlag weniger heftig als befürchtet – es drohen aber schon bald höhere Steuern und Abgaben

- In der ersten Jahreshälfte 2020 hat die Corona-Pandemie mit EUR 51,6 Mrd. oder 3,2% vom BIP ein tiefes Loch in den Staatshaushalt gerissen. Die Haushaltsverschlechterung war sogar ausgeprägter als während der globalen Finanzkrise. Ende August hat die Regierungskoalition beschlossen, mehrere Antikrisenmaßnahmen zu verlängern. Die damit einhergehenden Zusatzkosten für das Kurzarbeitergeld werden auf EUR 10 Mrd. geschätzt.
- Vor dem Hintergrund der Silberstreifen am Konjunkturhorizont (wir haben unsere BIP-Prognose für 2020 auf „nur noch“ -5,5% heraufgesetzt) und der kürzlich beschlossenen, das Defizit erhöhenden Maßnahmen – wobei der erste Effekt den zweiten überwiegt – haben wir unsere Prognose für das Staatsdefizit in den Jahren 2020/21 deutlich zurückgenommen. So erwarten wir in diesem Jahr „nur noch“ ein staatliches Finanzierungsdefizit von 8,2% vom BIP (im Vergleich zu 9,5% im Juli, als wir noch von einem BIP-Einbruch von 9% ausgingen). 2021 dürfte das Defizit unserer Einschätzung nach auf 2,8% vom BIP sinken. Unsere Basis-Szenario-Projektionen für das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit unterliegen jedoch aus verschiedenen Gründen erheblichen Abwärts- und Aufwärtsrisiken. So hängt die Entwicklung des gesamtstaatlichen Haushalts entscheidend davon ab, (a) wie sich die Wirtschaft weiter entwickelt, (b) wie rasch die z.B. im Zuge des „Zukunftspaketes“ avisierten staatlichen Investitionen getätigt werden (können) und (c) in welchem Umfang die von der Regierung bereitgestellten Finanzhilfen (wie z.B. die Überbrückungshilfen) auch tatsächlich beansprucht werden.
- Die Bundesregierung plant, die Ausnahmeklausel in der Schuldenbremse im nächsten Haushaltsjahr abermals zu nutzen (außergewöhnliche Notsituation). Sie hat sich jedoch darauf verständigt, die normalen Regeln der Schuldenbremse wieder ab 2022 erfüllen zu wollen. Obwohl dies aus heutiger Sicht herausfordernd erscheint, ist es nicht gänzlich unmöglich, weil die Regierung sowohl ihre großen Finanzreserven (rund EUR 48 Mrd.) als auch möglicherweise ungenutzte Kreditaufnahmeermächtigungen (aus dem Haushaltsjahr 2020) zur Finanzierung großer Ausgabenteile einsetzen kann. Allerdings bestehen mit Blick auf die Bundestagswahlen im Herbst 2021 Ungewissheiten über die künftige finanzpolitische Ausrichtung. Unserer Einschätzung nach würde eine schwarz-grüne Regierungskoalition der Haushaltskonsolidierung zumindest anfänglich weniger Bedeutung beimessen als eine abermalige schwarz-rote Koalition. Im Falle einer rot-rot-grünen Regierung dürfte die Konsolidierung der Staatsfinanzen – angesichts großer Ausgabenwünsche – in den Hintergrund treten.
- Unter der Annahme einer moderaten Haushaltskonsolidierung erwarten wir, dass das Defizit bis 2022 auf 1,3% vom BIP sinken wird. Die Staatsschuldenquote könnte schon 2021 ihren zwischenzeitlichen Höchststand von 74,1% erreichen, um bis zum Ende 2022 auf 72% zu fallen.
- Die Sozialkassen dürften schon bald Demografie-bedingt unter noch größeren Finanzdruck geraten – es droht daher eine deutlich steigende Abgabenlast. Die für 2021 angekündigte Erhöhung des Beitragssatzes in der Krankenversicherung ist dafür nur der Vorbote. Schon jetzt zeichnet sich trotz Niedrigzinsen ab, dass eine Haushaltskonsolidierung in der Nach-Corona-Zeit alles andere als ein Selbstläufer wird. Letztlich geht es darum, ob die

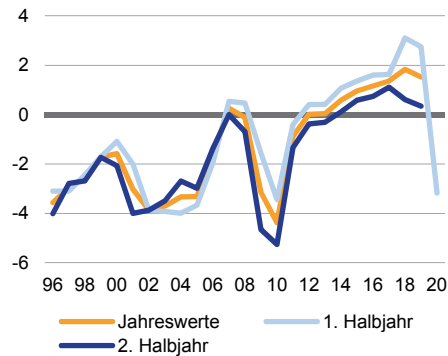


Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

Staatshaushalt weist ein hohes Defizit im ersten Halbjahr 2020 aus

1

Finanzierungssaldo (Gesamtstaat - VGR), % BIP

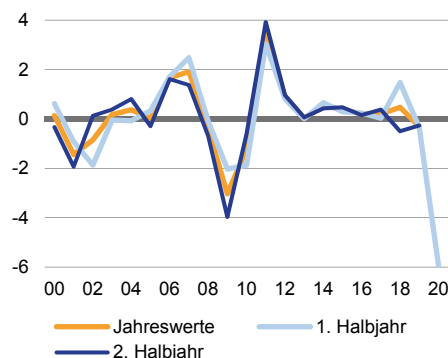


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Abrupte Verschlechterung des Finanzierungssaldos ausgeprägter als zu Zeiten der globalen Finanzkrise

2

Veränderung des Finanzierungssaldos (Gesamtstaat - VGR), Prozentpunkte vom BIP

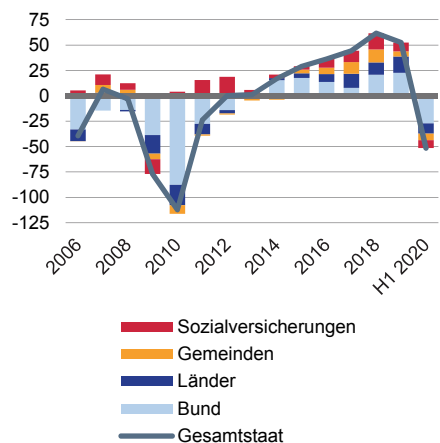


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Staatshaushalt mit hohem Defizit im 1. Halbjahr 2020

3

Finanzierungssaldo nach Staatsebene (VGR), EUR Mrd.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Regierung noch höhere Steuern und Abgaben erheben will (die das Wachstumspotenzial belasten) oder ob sie stattdessen klarere und wachstumsfreundlichere Prioritäten in der Ausgabenpolitik setzen will.

Rapide Haushaltsverschlechterung in der ersten Jahreshälfte 2020

In der ersten Jahreshälfte 2020 hat die Corona-Pandemie mit EUR 51,6 Mrd. oder 3,2% vom BIP ein tiefes Loch in den Staatshaushalt gerissen. Auf Gesamtstaatsebene (Bund, Länder, Gemeinden und Sozialversicherungen; Daten aus der VGR) belief sich das Defizit auf EUR 51,6 Mrd. oder 3,2% vom BIP. In der ersten Jahreshälfte 2019 wies der Staatshaushalt hingegen noch ein dickes Plus von EUR 46,5 Mrd. oder 2,7% vom BIP aus (siehe Grafik 1). Die abrupte Haushaltsverschlechterung war damit sogar noch ausgeprägter als während der globalen Finanzkrise (siehe Grafik 2). Dabei häuften alle Staatsebenen deutliche Defizite an: Bund (Defizit von EUR 27,1 Mrd.), Länder (10,2), Kommunen (6,4) und Sozialversicherungsträger (7,8) (siehe Grafik 3). Die Entwicklung der Staatseinnahmen war uneinheitlich: Während die Sozialbeitragseinnahmen dank Kurzarbeit moderat zulegen konnten (+1,8% gg. Vj.), verminderten sich die Steuereinnahmen drastisch (-8.1% gg. Vj.). Insbesondere die von den Unternehmen gezahlten Steuern brachen regelrecht ein (-26.8% gg. Vj.). In der Summe gingen die gesamten Staatseinnahmen das erste Mal seit 2010 wieder zurück (-3.6% gg. Vj.). Auf der anderen Seite hat die Pandemie die öffentlichen Ausgaben – aufgrund der staatlichen Ausgaben für finanzielle Hilfen (z.B. Soforthilfen, Kurzarbeitergeld, vollständige Erstattung der auf das Kurzarbeitergeld zu zahlenden Sozialbeiträge) – in die Höhe getrieben. Das Finanzierungsdefizit von „nur“ 3,2% vom BIP muss mit Vorsicht interpretiert werden, da man aus dem Halbjahresergebnis nicht eins zu eins Rückschlüsse auf das Jahresergebnis ziehen kann. In diesem Zusammenhang sei erwähnt, dass die Haushaltszahlen des ersten Halbjahres in den vergangenen Abschwüngen (z.B. 2000-02 oder 2008-11) jeweils besser ausfielen als in der zweiten Jahreshälfte (siehe Grafik 1).

Besserer Wachstumsausblick für 2020 drückt Defizitprognosen

Trotz dieser deutlichen fiskalischen Verschlechterung im ersten Halbjahr dürfte die besser als erwartete konjunkturelle Entwicklung (und ein sich aufhellender Konjunkturausblick) dazu führen, die von der Corona-Krise ausgehenden Lasten für den Staatshaushalt in Grenzen zu halten.

Dank eines „geringeren“ BIP-Rückgangs im zweiten Quartal (-9.7% gg. unserer DB-Prognose von -14%) und der Silberstreifen am Konjunkturhorizont haben wir unsere BIP-Prognose für das Gesamtjahr 2020 im August/September deutlich nach oben revidiert (auf „nur noch“ -5.5% von zuvor -9%). Infolgedessen gehen wir davon aus, dass sowohl die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke als auch das konjunkturell bedingte Finanzierungsdefizit deutlich geringer ausfallen dürften als anfangs befürchtet (-5,5% bzw. -2,8% gg. zuvor -9% bzw. -4 ½%). Allein aufgrund des besseren Wachstumsausblicks verbessert sich unsere Defizitprognose für 2020 um rund 1,7 Prozentpunkte vom BIP. Aufgrund des verbesserten Wachstumsausblicks schätzen wir ebenso die Bilanzrisiken des Staates (bzw. mögliche fiskalische Verluste/Kosten im Zusammenhang mit den staatlichen Kredit- und Beteiligungsprogrammen sowie öffentlichen Garantien) deutlich geringer ein als noch im Juli. Diese Neubewertung fußt auf zwei Punkten. Erstens dürfte der weniger dramatisch erwartete Rückgang des BIP-Niveaus in 2020/21 dazu führen, dass die Unternehmensinsolvenzen weniger stark ansteigen als bisher erwartet. Zweitens dürfte das Volumen der staatlich garantierten Kredite deutlich niedriger ausfallen, als wir noch anfänglich zum Höhepunkt der Krise unterstellt hatten. Im Endergebnis haben wir unsere Annahme für die im Jahr

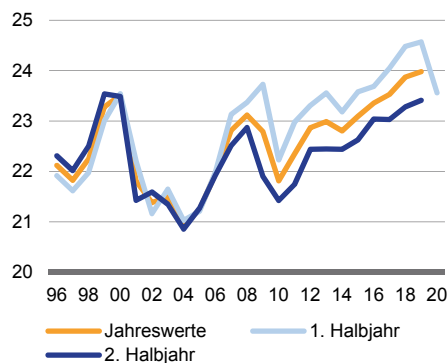


Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

Staat muss mit deutlich niedrigeren Steuereinnahmen in H1 2020 zurechtkommen

4

Gesamtstaatliche Steuereinnahmen (VGR), % BIP

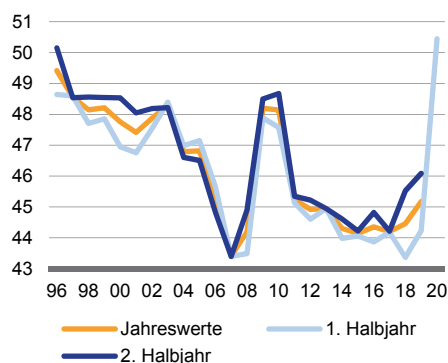


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Kräftiger Anstieg der Staatsausgaben in der ersten Jahreshälfte 2020

5

Gesamtstaatliche Ausgaben (VGR), % BIP

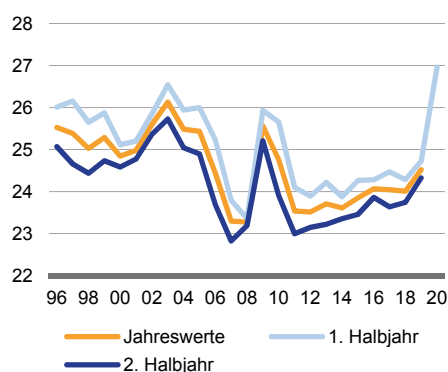


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Sozialausgaben schießen in die Höhe

6

Gesamtstaatliche Sozialausgaben (VGR), % BIP



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

2021 erwarteten fiskalischen Verluste/Kosten deutlich zurückgeschraubt (auf rund EUR 7 Mrd. bzw. 0,2% vom BIP von zuvor EUR 75 Mrd. bzw. 2,2% vom BIP). Aus diesem Grund dürfte auch der erwartete Anstieg bei der Schuldenquote in 2021 deutlich niedriger ausfallen.

Regierungsbeschlüsse wirken Defizit erhöhend, Bund und Bundesagentur für Arbeit müssen dabei die finanziellen Hauptlasten tragen

Vor dem Hintergrund der verbesserten fiskalischen Bedingungen hat sich der CDU/CSU-SPD Koalitionsausschuss Ende August darauf verständigt, eine Reihe von Antikrisenmaßnahmen, die in Reaktion auf die Pandemie ergriffen worden waren, zu verlängern. Zwei Kernelemente der zuletzt ergriffenen Fiskalmaßnahmen sind die Verlängerung der maximal möglichen Bezugsdauer von Kurzarbeitergeld (KUG) auf bis zu 24 Monate (regulär: 12 Monate) – und längstens bis Jahresende 2021 – sowie der sonstigen Corona-bedingten Sonderregelungen zur Kurzarbeit. Die Sonderregelungen umfassen u.a. (a) erleichterte Zugangsvoraussetzung für die Beanspruchung von Kurzarbeit, (b) eine gestaffelte Erhöhung des KUG in Abhängigkeit von der Bezugsdauer (ab dem 7. Monat beträgt das KUG ein Maximum von 80% des entgangenen Nettolohns bzw. 87% für Arbeitnehmer mit Kindern) und (c) die vollständige Erstattung der auf das Kurzarbeitergeld fällig werdenden Sozialversicherungsbeiträge durch die Bundesagentur für Arbeit (BA).

Während die gestaffelte Erhöhungen zum KUG bis Ende 2021 verlängert werden, wird die BA die darauf fällig werdenden Sozialversicherungsbeiträge in voller Höhe bis Ende Juni 2021 erstatten (für den Zeitraum Juli bis Dezember 2021 werden diese von der BA nur noch hälftig übernommen, es sei denn, es findet eine berufliche Qualifizierungsmaßnahme statt). Bis dato sollten die obigen Regelungen zum Jahresende 2020 auslaufen. Auch wenn diese Regelungen den deutschen Arbeitsmarkt erfolgreich von den negativen Auswirkungen der Corona-Krise abgeschirmt haben (und dazu beigetragen haben, die Einkommen der privaten Haushalte zu stabilisieren), so sind diese – wie auch deren jetzige Verlängerung – für den Staat eine ziemlich kostspielige Angelegenheit. Die jetzt entstehenden Zusatzkosten für die Kurzarbeit werden von der Regierung auf EUR 10 Mrd. geschätzt. Um den Beitragssatz bei 2,4% stabil halten zu können, hat der Koalitionsausschuss Ende August ebenso dafür gestimmt, die der BA entstehenden Zusatzkosten durch Bundeszuschüsse zu erstatten. Dies ist im Sinne des Regierungsversprechens vom Juni, die Sozialversicherungsbeiträge 2021 bei maximal 40% zu stabilisieren („Sozialgarantie 2021“).

Im ersten Halbjahr 2020 hat die BA bereits ein Finanzierungsdefizit von EUR 14,6 Mrd. oder rund 0,6% vom BIP ausgewiesen (H1 2019: Überschuss von 0,5 Mrd.) (offizielle Monatsdaten der BA) (siehe Grafik 7). Die Finanzlücke war hauptsächlich die Folge der stark gestiegenen Ausgaben für Kurzarbeit (insgesamt EUR 11,6 Mrd.). Genauer gesagt beliefen sich die Ausgaben auf EUR 6,6 Mrd. für das konjunkturelle KUG (Lohnersatzleistung) sowie weitere EUR 5 Mrd. für die vollständige Erstattung der auf das KUG fällig werdenden Sozialversicherungsbeiträge. Die dicke Rechnung kommt nicht überraschend, denn die BA schätzt, dass die Anzahl der von Kurzarbeit betroffenen Arbeitnehmer im Juni bei rund 5,4 Mio. gelegen hat (glücklicherweise ein Rückgang von 5,8 Mio. im Mai).

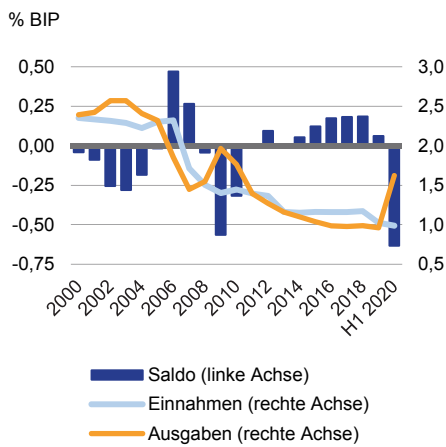
Laut Pressemeldungen (siehe FAZ vom 25. August 2020) rechnet die BA für das Gesamtjahr 2020 mit Gesamtausgaben für die Kurzarbeit von etwa EUR 23½ Mrd. (EUR 13½ Mrd. für das KUG sowie EUR 10 Mrd. für die Erstattung der Sozialversicherungsbeiträge). Infolgedessen erwartet die BA im Jahr 2020 ein Finanzierungsdefizit von EUR 27 Mrd., welches fast vollständig durch ihre



Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

Finanzierungsergebnisse der Bundesagentur für Arbeit (BA)

7



Datengrundlage bis einschließlich 2019: Bundesbank (Monatsbericht). Daten für H1 2020: Bundesagentur für Arbeit (BA).

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

Finanzreserven von knapp EUR 26 Mrd. gedeckt ist. Für 2021 kalkuliert die BA mir einem abermaligen, jedoch niedrigeren Defizit (von EUR 9 Mrd.). Daher sollte die BA bis auf Weiteres mit den für die Kompensation der ihr entstehenden Zusatzkosten vorgesehenen Bundeshilfen von EUR 10 Mrd. zurechtkommen.

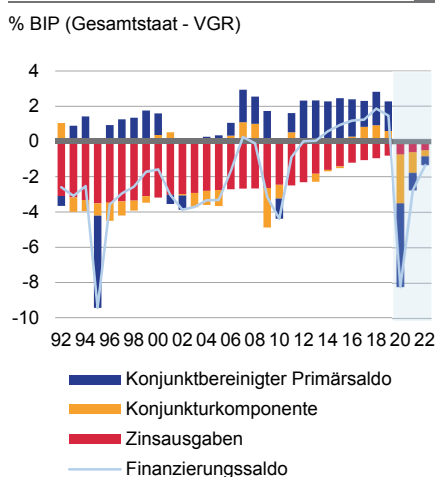
Verbesserter Fiskalausblick für 2020/22, künftige Entwicklung der Staatsfinanzen aber noch immer hohen Ungewissheiten und Abwärtsrisiken ausgesetzt

Vor dem Hintergrund der Silberstreifen am Konjunkturhorizont (Defizit senkend) und der kürzlich beschlossenen Fiskalmaßnahmen (Defizit erhöhend) – wobei der erste den zweiten Effekt überwiegt – haben wir unsere Prognose für das Staatsdefizit in den Jahren 2020/21 spürbar zurückgenommen. So erwarten wir in diesem Jahr „nur noch“ ein staatliches Finanzierungsdefizit von 8,2% vom BIP (im Vergleich zu 9,5% im Juli, als wir noch von einem BIP-Einbruch von 9% ausgingen). Aufgrund der deutlich expansiv ausgelegten Fiskalpolitik dürfte unserer Einschätzung nach der strukturelle Budgetsaldo (der um Konjunktur- und Einmal-/Sondereffekte bereinigte Finanzierungssaldo) im Jahr 2020 in ein deutliches Defizit von 5,4% vom BIP umschlagen (ausgehend von einem Überschuss von fast 1% in 2019).⁴ Aufgrund der anziehenden Konjunktur (niedrigeres konjunkturell-bedingten Defizit; Rückgang auf 1,2% vom BIP von 2,8% 2020) und eines Auslaufens der diskretionären Stimulus-Maßnahmen (rückläufiges strukturelles Defizit; Rückgang auf 1,6% vom BIP von 5,4% 2020) erwarten wir einen Rückgang des Finanzierungsdefizits auf rund 2,8% vom BIP (siehe Grafik 8). Unsere Basis-Szenario-Projektionen für das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit unterliegen jedoch aus verschiedenen Gründen erheblichen Abwärts- und Aufwärtsrisiken. So hängt die Entwicklung des gesamtstaatlichen Haushalts entscheidend davon ab, (a) wie sich die Wirtschaft weiter entwickelt, (b) wie rasch die z.B. im Zuge des „Zukunftpaktes“ avisierten staatlichen Investitionen getätigt werden (können) und (c) in welchem Umfang die von der Regierung bereitgestellten Finanzhilfen auch tatsächlich beansprucht werden. Z.B. wurde aus dem EUR 25 Mrd. schweren Gesamtopf für Überbrückungshilfen an kleine/mittlere Unternehmen und Selbstständige (nicht rückzahlbare Zuschüsse) bisher lediglich rund EUR 1 Mrd. beantragt. Die Überbrückungshilfen waren ursprünglich bis Ende August befristet, wurden allerdings mittlerweile bis zum Jahresende 2020 verlängert.

Die jüngste Steuerschätzung deutet auf immense Steuerausfälle in den kommenden fünf Jahren (2020-24) hin. Im Vergleich zur Steuerschätzung vom Mai geht der Arbeitskreis Steuerschätzung für den Zeitraum 2020-24 von einem abermaligen (kumulierten) Steuerausfall der Gebietskörperschaften (Bund, Länder, Gemeinden) von rund EUR 30 Mrd. aus. Diese zusätzliche Steuerlücke ist jedoch nicht die Folge einer schwächeren Konjunktur, sondern resultiert vielmehr aus den von der Regierung ergriffenen Steuerrechtsänderungen zur Stimulierung der Wirtschaft (wie z.B. der temporären Mehrwertsteuersatzsenkung; Steuerausfall von rund EUR 20 Mrd.) (siehe Grafik 12). Während diese Steuererleichterungen einen kumulierten Steuerausfall von annähernd EUR 60 Mrd. begründen, führt der verbesserte Konjunkturausblick hingegen zu einem höheren Steueraufkommen von fast EUR 60 Mrd. (die Bundesregierung hat Anfang September ihre Wachstumsprognose für das reale BIP in 2020 auf „nur noch“ -5.8% von zuvor -6.3% angehoben). Dennoch muss der deutsche Staat in den

Ausblick für die Staatsfinanzen (2020-22)

8



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

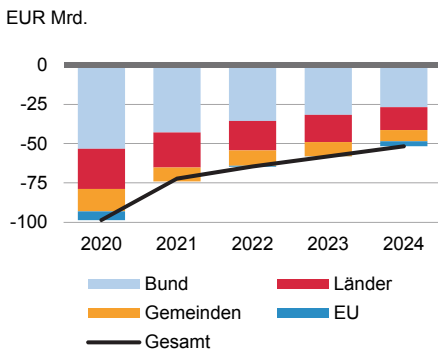
⁴ Mitte Juni hatte der Unabhängige Beirat des Stabilitätsrats für den Gesamtstaat das mögliche strukturelle Defizit im Jahr 2020 auf 5½% vom BIP beziffert (ohne Berücksichtigung der vom Juni-Stimuluspaket ausgehenden Budgetwirkungen). Dieser Schätzwert wurde auf Basis einer rechnerischen Fortschreibung der April-Prognosen zum strukturellen Defizit (aus dem Stabilitätsprogramm 2020) abgeleitet.



Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

Erwartete Steuerausfälle: Schätzung
September 2020 vs. Oktober 2019

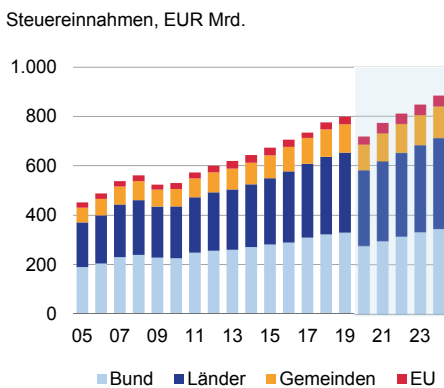
9



Quellen: Arbeitskreis Steuerschätzung, Deutsche Bank Research

Steuereinnahmen sinken rapide in
2020 (Steuerschätzung vom
September 2020)

10

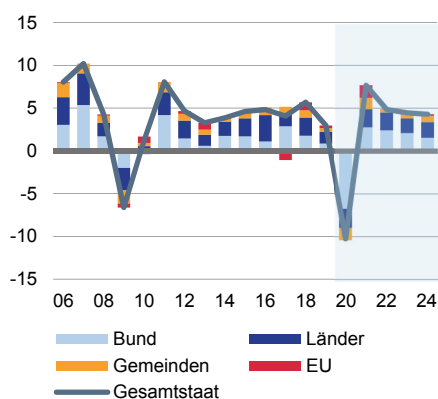


Quellen: Deutsche Bundesbank, Arbeitskreis Steuerschätzung, Deutsche Bank Research

Steuerschätzung sieht 2020 einen
Einbruch von 10% voraus

11

Steuereinnahmen (September 2020 Schätzung)
Wachstumsbeiträge, Prozentpunkte



Quellen: Deutsche Bundesbank, Arbeitskreis Steuerschätzung, Deutsche Bank Research

kommenden Jahren mit enormen Steuerausfällen zurecht kommen. Im Vergleich zu den Steuerschätzergebnissen in der Vor-Corona-Zeit (Oktober 2019) deutet die September-Schätzung auf einen Steuerausfall von insgesamt rund EUR 345 Mrd. hin (kumuliert über den Zeitraum 2020-24). Allein in diesem Jahr dürften die Steuereinnahmen um 10% einbrechen. Damit dürften sie um knapp EUR 100 Mrd. niedriger ausfallen als noch vor Ausbruch der Corona-Krise prognostiziert wurde. Selbst im Jahr 2024 dürften die erwarteten Steuerausfälle noch immer fast EUR 50 Mrd. betragen (siehe Grafiken 9, 10 und 11).

Am 23. September hat das Bundeskabinett den Haushaltsentwurf für 2021 sowie die mittelfristige Finanzplanung bis zum Jahr 2024 verabschiedet (unter Berücksichtigung der jüngsten Steuerschätzung). Auf Basis des Haushaltsentwurfs sieht die Regierung für 2021 eine Nettokreditaufnahme von EUR 96,2 Mrd. (ca. 2,7% vom BIP) vor. Demnach muss die Regierung sich abermals auf die Ausnahmeklausel in der Schuldenbremse berufen (Aussetzung der normalen Regeln aufgrund einer außergewöhnlichen Notsituation). Laut Presseberichten dürfte die geplante Nettokreditaufnahme damit die nach der Schuldenbremse vorgegebene Obergrenze um EUR 86,2 Mrd. (2,5% vom BIP) übersteigen (siehe FAZ vom 19. September 2020).

Ab dem Jahr 2022 will die Regierung wieder zu den normalen Regelungen der Schuldenbremse zurückkehren. Diese sehen für den Bund eine Obergrenze für die strukturelle Nettokreditaufnahme in Höhe von 0,35% vom BIP vor. So plant sie für das Haushaltsjahr 2020 mit einer Neuverschuldung von EUR 10,5 Mrd., gefolgt von einer Nettokreditaufnahme über EUR 6,7 Mrd. in 2023 und EUR 5,2 Mrd. in 2024 (siehe mittelfristige Finanzplanung). Allerdings finden im Herbst nächsten Jahres Bundestagswahlen statt, was eine Einschätzung über den finanzpolitischen Kurs nach 2021 aufgrund von politischen Unsicherheiten erschwert. Nach aktuellen Umfragen wäre sowohl eine Neuauflage der Großen Koalition aus CDU/CSU-SPD als auch eine Regierungskoalition aus CDU/CSU und Grünen rechnerisch möglich. Wir schätzen, dass eine Koalition von CDU/CSU und Grünen zumindest anfänglich einen weniger ambitionierten Kurs in der Haushaltskonsolidierung verfolgen würde als eine CDU/CSU-SPD geführte Regierung, da die Grünen auf (noch) höhere „grüne“ Investitionen drängen dürften. In beiden Regierungskonstellationen würde unserer Einschätzung nach aber die Schuldenbremse als ultimativer Ankerpunkt für die mittelfristige Haushaltspolitik fungieren, auch wenn der Geist der Schuldenbremse durch „kreative Buchführung“ in Zukunft umgangen werden könnte (z.B. über die Durchführung finanzieller Transaktionen, die bei der Berechnung der strukturellen Nettokreditaufnahme ausgeklammert werden). Im Falle einer rot-rot-grünen Bundesregierung aus SPD, Linkspartei und Grünen könnten die Staatsfinanzen jedoch aufgrund eines noch stärkeren Anstiegs „grüner“ Staatsausgaben sowie einer weiteren Ausweitung von Sozialleistungen in eine größere Schiefelage geraten. Insgesamt dürfte in einer solchen Regierungskoalition die Haushaltskonsolidierung (bzw. die Wiedergewinnung des in der Krise verlorenen fiskalischen Handlungsspielraums) keine oberste Priorität haben.

Um eine grobe Richtschnur für den nach den normalen Regeln der Schuldenbremse zulässigen Nettokreditaufnahmebetrag zu haben, führen wir auf der Grundlage unserer BIP-Wachstumsprognosen für 2020-22 eine einfache Überschlagsrechnung durch. Anhand unserer Annahmen zur Entwicklung des nominalen BIP und der Produktionslücke können wir sowohl die mögliche Obergrenze für die strukturelle Nettokreditaufnahme (0,35% vom BIP des zum Zeitpunkt der Haushaltsaufstellung vorangegangenen Jahres) ableiten als auch das zyklische Defizit (negative Konjunkturkomponente) schätzen. Die Kreditfinanzierung einer negativen Konjunkturkomponente ist nach den Regelungen der Schuldenbremse explizit zulässig. Unserer Einschätzung nach könnte die im Haushaltsjahr 2022 zulässige Nettokreditaufnahme demnach bei rund EUR 16 ½ Mrd. (~ ½% vom BIP) liegen (etwaige finanzielle Transaktionen sind in der

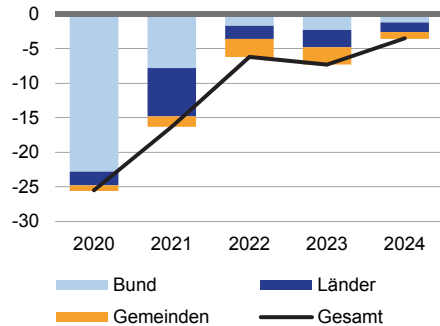


Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

Steuerschätzung (September 2020):
Rückgang gg. Mai-Schätzung aufgrund
von Steuerrechtsänderungen

12

EUR Mrd.



Quellen: Arbeitskreis Steuerschätzung, Deutsche Bank Research

Rechnung unberücksichtigt). Ob dieser Kreditrahmen aus ökonomischen/politischen Gründen zur Bestreitung der Staatsausgaben reichen wird, bleibt abzuwarten. Dies gilt erst recht für den noch geringeren Planwert von EUR 10,5 Mrd. für 2022.

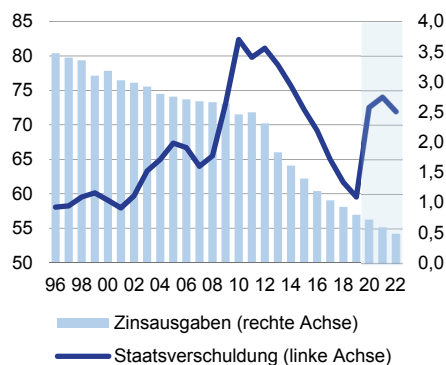
Dies erscheint zumindest fraglich angesichts der substanziellen ökonomischen Abwärtsrisiken sowie der unsicheren Wirtschaftserholung. Dennoch ist ein im Einklang mit der Schuldenbremse stehender Haushalt im Jahr 2022 nicht gänzlich abwegig, da die Regierung über große Reserven von rund EUR 48 Mrd. verfügt (nicht verfallene Kreditaufnahmeermächtigungen aus vergangenen Haushaltsjahren; „Flüchtlingsrücklage“; diese werden 2020/21 für spätere Haushaltsjahre geschont). Neben diesen Rücklagen könnte sie auch möglicherweise ungenutzte Kreditaufnahmeermächtigungen (aus dem Haushaltjahr 2020) zur Deckung großer Ausgabenteile verwenden. Darüber hinaus würde schon eine moderate Haushaltskonsolidierung dazu beitragen, das Finanzierungsdefizit in 2022 deutlich zu senken. Sofern sich auch die nächste Bundesregierung zu einer mittelfristigen Rückkehr zu soliden Staatsfinanzen verpflichtet fühlt, könnte das Finanzierungsdefizit 2022 weiter zurückgehen. Unter der Annahme, dass der Staat sicherstellt, dass seine strukturellen Einnahmen leicht stärker und seine strukturellen Ausgaben geringfügig schwächer wachsen als das nominale BIP (um jeweils einen halben Prozentpunkt), sinkt das Finanzierungsdefizit 2022 auf rund 1,3% vom BIP.

Ab dem Haushaltjahr 2023 muss die nächste Bundesregierung allerdings den finanzpolitischen Gürtel noch enger schnallen (es sei denn es gibt einen politischen Großangriff auf die Schuldenbremse), da sie dann mit der Tilgung des übermäßigen Kreditbetrages beginnen muss, der im Haushaltjahr 2020 die nach der Schuldenbremse gültige Obergrenze für die Nettokreditaufnahme überstiegen hat (EUR 118,7 Mrd.). Dies bedeutet konkret, dass die Bundesregierung zunächst ab dem Haushaltsjahr 2023 für die nächsten 20 Jahre jährliche Tilgungen von EUR 5,9 Mrd. leisten muss. Die aufgrund der abermaligen Überschreitung der zulässigen Nettokreditaufnahme in 2021 entstehenden Tilgungszahlungen werden den jährlichen Rückzahlungsbetrag später noch weiter erhöhen. Die Überschreitung der Kreditobergrenze wird wie in diesem Jahr mit einem Tilgungsplan verbunden werden. Zwischen 2026 und 2042 dürften weitere jährliche Tilgungen von etwa EUR 5,1 Mrd. dazukommen (bei einer gleichmäßigen Verteilung über 17 Jahre). Infolgedessen dürfte sich die gesamte jährliche Tilgungssumme im Zeitraum 2026-42 auf EUR 11 Mrd. belaufen.

Entwicklung der Schuldenquote
(2020-22) (DB Basis-Szenario)

13

% BIP (Gesamtstaat - VGR)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Bei der Entwicklung der Staatsverschuldung gehen wir in den nächsten drei Jahren (2020-22) davon aus, dass die Bruttoschuldenquote zunächst bis zum Jahresende 2020 deutlich ansteigt (auf rund 72,6%). 2021 dürfte die Schuldenquote unseren Projektionen nach mit ca. 74,1% ihren zwischenzeitlichen Höchststand erreichen, um danach wieder zurückzugehen. Die Bundesregierung geht inzwischen davon aus, dass die Schuldenquote in diesem Jahr auf rund 75% steigt. Ende 2022 könnte die Bruttoschuldenquote unserer Einschätzung nach auf rund 72% vom BIP absinken (siehe Grafik 13). Ob sie danach auf einem fallenden Trend verbleibt, wird auch stark davon abhängen, ob und wie die Regierung das Demografie-bedingte Problem der stark steigenden altersabhängigen Staatsausgaben lösen will.



Sozialkassen dürften schon bald unter noch größeren Finanzdruck geraten – es droht eine deutlich steigende Abgabenlast

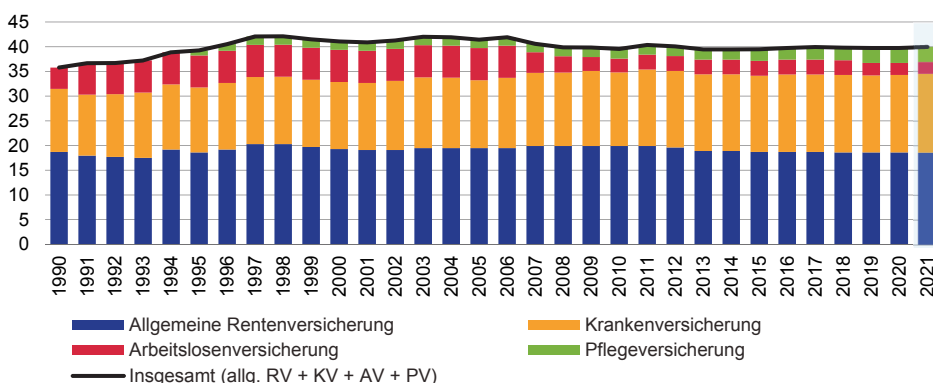
Es kann davon ausgegangen werden, dass die Ausrichtung des künftigen fiskalpolitischen Kurses eine Hauptrolle im Bundestagswahlkampf spielen wird. Die angestoßene Steuererhöhungsdebatte der SPD (Vermögensabgabe, höhere Besteuerung von Spitzenverdienern) sowie die Mahnung der CDU, möglichst schnell wieder auf den Pfad solider Staatsfinanzen zurückzukehren, dürften dazu nur den Auftakt gegeben haben. Schon jetzt zeichnet sich trotz anhaltender Niedrigzinsen (und damit trotz höherer Schulden bei weiter fallenden Zinsausgaben) ab, dass eine Konsolidierung der Staatsfinanzen in der Nach-Corona-Zeit alles andere als ein Selbstläufer wird. Laut Presseberichten klafft im aktuellen Finanzplan schon jetzt eine Lücke von über EUR 42,5 Mrd. (knapp EUR 10 Mrd. in 2022 und jeweils mehr als EUR 16 Mrd. in 2023/24) (siehe FAZ vom 19. September 2020). Konkrete Vorschläge aus der Regierung, wie dieses Finanzloch geschlossen werden soll, sind bislang noch nicht gemacht worden. Klar ist: Wenn die Konjunktur nicht unerwartet stark anspringt, dürften zusätzliche Steuer- und Abgabenbelastungen und/oder Ausgabenkürzungen ins Haus stehen.

Die ungünstige demografische Entwicklung und die in den fetten Jahren vorgenommenen Leistungsausweitungen werden die Sozialkassen zunehmend belasten. Der Finanzschock durch Corona verschlechtert die Aussichten noch umso mehr. Es ist bereits jetzt absehbar, dass die Sozialversicherungsbeiträge in den kommenden Jahren deutlich steigen werden, auch wenn die Regierung mit der „Sozialgarantie 2021“ die Sozialabgaben zumindest in diesem und im nächsten Jahr auf maximal 40% des Bruttoarbeitsentgelts begrenzen will (notfalls durch eine noch größere Finanzierung aus Steuermitteln). Derzeit liegen die Sozialabgaben zwar für kinderlose Arbeitnehmer mit insgesamt 39,75% noch leicht unter 40%, für kinderlose Beitragszahler (siehe Grafik 14), die einen Zusatzbetrag von 0,25% in die Pflegeversicherung einzahlen müssen (nicht paritätisch finanziert), liegt die Gesamtbelastung jedoch schon bei 40%.

Sozialversicherungsbeiträge noch knapp unter 40%

14

Beitragssätze zur Sozialversicherung, % Bruttoarbeitsentgelt



Beitragssätze: Jahresdurchschnittswerte. Krankenversicherung: Beitragssatz inklusive Zusatzbeitragssatz. Pflegeversicherung: Ab 2005 zahlen kinderlose Beitragszahler einen um 0,25 Prozentpunkte höheren Beitrag gegenüber Beitragszahlern mit Kindern. Der hier dargestellte Satz bezieht sich auf Beitragszahler mit Kindern.

Quellen: Deutsche Rentenversicherung, Deutsche Bank Research

Mit der im September für das nächste Jahr angekündigten Erhöhung des Zusatzbeitragssatzes in der gesetzlichen Krankenversicherung (um 0,2 Prozentpunkte von durchschnittlich 1,1% auf dann 1,3%) werden die Gesamtbeiträge für Beitragszahler mit Kindern aber schon 2021 auf 39,95% steigen und damit

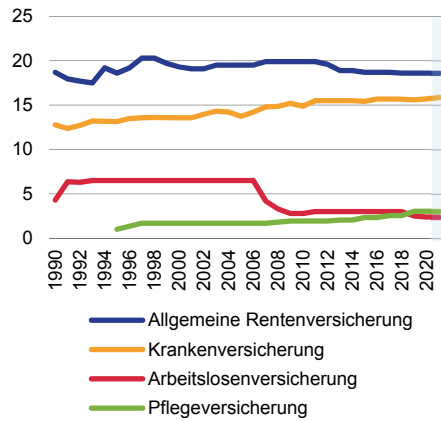


Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

Beitragsätze zur Sozialversicherung
drohen deutlich zu steigen

15

% Bruttoarbeitsentgelt



Beitragsätze: Jahresdurchschnittswerte

Quellen: Deutsche Rentenversicherung, Deutsche Bank Research

der 40%-Grenze bedrohlich nahe kommen (siehe Grafik 15). Für Kinderlose werden die Sozialversicherungsbeiträge dann sogar mit 40,2% über der von der Regierung selbst gesteckten Obergrenze von 40% liegen. Ab dem Jahr 2023 droht für die Beitragszahler weiteres Ungemach. Denn die in der Arbeitslosenversicherung befristete Absenkung des Beitragssatzes auf 2,4% läuft 2022 aus (danach steigt der Satz wieder um 0,2 Prozentpunkte auf den Normalsatz von 2,6%). Und schließlich dürfte es auch in der Rentenversicherung schon in der nächsten Legislaturperiode zu einem kräftigen Beitragssprung nach oben kommen. Auch wenn der Beitragssatz gesetzlich noch bis zum Jahr 2025 auf maximal 20% gedeckelt ist (doppelte Haltelinien), ist ein baldiger Anstieg auf eben diesen Maximalsatz alles andere als unwahrscheinlich. Dies würde immerhin einem Beitragssatzsprung von 1,4 Prozentpunkten gleichkommen (aktuell liegt der Satz bei 18,9%). Bei diesen düsteren Aussichten erscheint es fast unausweichlich, dass die Politik schon sehr bald die Finanzierungsfrage stellen muss. Letztlich geht es darum, ob sie noch höhere Steuern und Abgaben erheben will (die den Faktor Arbeit weiter verteuern, die Leistungsanreize reduzieren und das Wachstumspotenzial belasten) oder ob sie stattdessen klarere und wachstumsfreundliche Prioritäten in der Ausgabenpolitik setzen will.

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

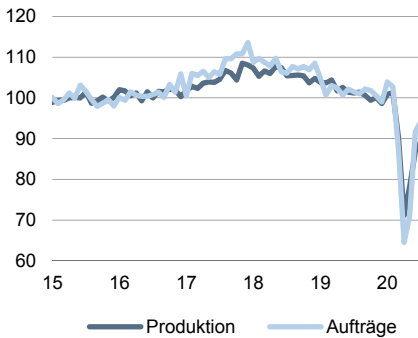


Deutsche Industrie: Mühsame Erholung

Tiefpunkt bei Produktion und Aufträgen durchschritten

1

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100

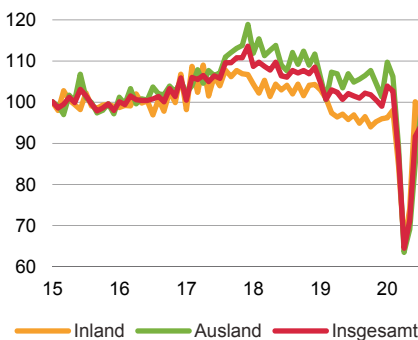


Quelle: Statistisches Bundesamt

Aufträge zuletzt erholt

2

Verarbeitendes Gewerbe in DE, Auftragseingang, 2015=100

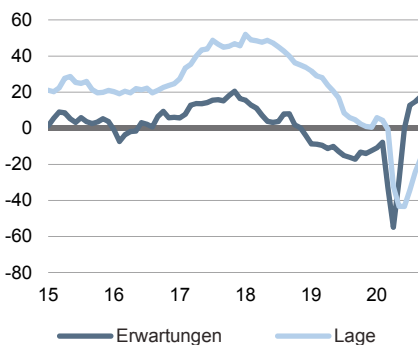


Quelle: Statistisches Bundesamt

Erwartungen besser als Lage

3

Verarbeitendes Gewerbe, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



Quelle: ifo Institut

- Wir erwarten, dass die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe im Jahr 2020 um real etwa 12% sinken wird. Für 2021 halten wir ein Produktionsplus von etwa 7% für realistisch. Die Beschäftigung im Verarbeitenden Gewerbe dürfte 2020 gg. Vorjahr um etwa 3% sinken und sich 2021 stabilisieren oder marginal sinken. Die Entwicklung von Produktivität und durchschnittlicher Rendite der Unternehmen werden unter dem Einsatz der Kurzarbeiterregelung leiden. Diese Maßnahmen dienen jedoch der Beschäftigungssicherung.
- Kein anderer deutscher Industriesektor hat in der Corona-Krise derart kräftig auf die Bremse getreten wie die Automobilindustrie. Allein im April 2020 sank die Fertigung – gemessen am Produktionsindex – gegenüber dem ohnehin schon niedrigen Wert vom März um 76%. Im Gesamtjahr 2020 dürfte die Produktion in der Branche um real etwa 25% sinken. Dies ist der dritte Rückgang in Folge. Trotz dieses erheblichen wirtschaftlichen Einbruchs bleiben strukturelle Entwicklungen für die (deutsche) Automobilindustrie in den kommenden Jahren die größere Herausforderung. Zu nennen sind die strengen CO₂-Grenzwerte für Pkw in der EU.

Historischer Produktionseinbruch 2. Quartal 2020

Die Produktion im Verarbeitenden in Gewerbe in Deutschland sank im 2. Quartal 2020 um gut 19% gg. Vorquartal. Dies war der mit Abstand tiefste Einbruch seit der Wiedervereinigung. Zum Vergleich: Im 1. Quartal 2009, dem Höhepunkt der Wirtschafts- und Finanzkrise, schrumpfte die Industrieproduktion in Deutschland „nur“ um gut 13% gg. Vorquartal. Hauptgrund für den historischen Einbruch in Q2 2020 war die (freiwillige) temporäre Schließung von Produktionsstätten in wichtigen Industriebranchen aufgrund der Corona-Krise. Obwohl die Industrie nicht von einem politisch verordneten Lockdown betroffen war, hatten sich viele Unternehmen entschieden, die Produktion deutlich zurückzufahren, um die eigenen Mitarbeiter vor gesundheitlichen Gefahren zu schützen und nicht auf Halde zu produzieren. Zudem wurde die Zeit für das Umsetzen von Hygienemaßnahmen und zum Teil für Umstrukturierungen in einzelnen Fabriken genutzt. Besonders die Automobilindustrie, aber auch der Maschinenbau fuhren ihre Fertigung deutlich herunter. Die Kurzarbeiterregelung erleichterte die Entscheidung für temporäre Produktionsschließungen, denn der Staat übernimmt einen großen Teil der Personalkosten.

Der April 2020 bildete dabei den Tiefpunkt im „Corona-Zyklus“. Hier ging die inländische Fertigung um 21% gg. Vormonat zurück. Seither hat sich die Produktion zwar wieder stetig erholt. Im Juli übertraf sie bereits das Niveau von April um mehr als 25%. Gleichwohl ist die Lücke zum Vorkrisenniveau noch groß. Im Juli 2020 lag die Fertigung noch immer um 17% unter dem Höchststand von Mai 2018. Hierbei gilt es zu berücksichtigen, dass sich das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland schon vor der Corona-Krise in der Rezession befand. Tatsächlich schrumpfte die Industrieproduktion bereits seit dem 3. Quartal 2018 (!), also acht Quartale in Folge. Nie zuvor seit der Wiedervereinigung gab es eine derart lange anhaltende Rezession in der Industrie. Im Gesamtjahr 2019 ging die Industrieproduktion um real 4,2% zurück.

Besserung im 2. Halbjahr und 2021 nicht frei von Rücksetzern

Grundsätzlich erwarten wir, dass die Industrieproduktion im weiteren Verlauf des 2. Halbjahres 2020 sowie 2021 weiter nach oben tendiert. Dabei sind einzelne Rücksetzer auf Monatsebene jedoch sehr wahrscheinlich. Denn viele

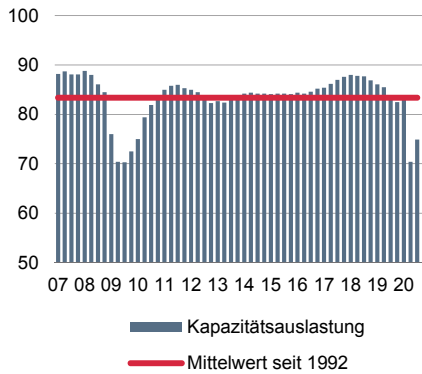


Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

Kapazitätsauslastung erholt sich im 2. Quartal etwas

4

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, %

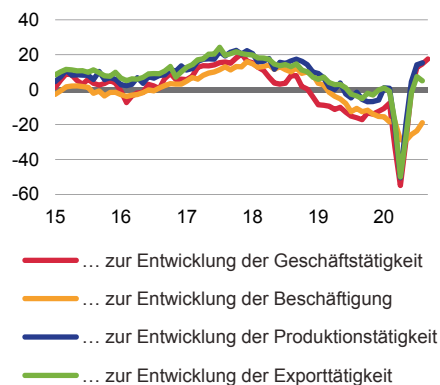


Quelle: ifo Institut

Negative Beschäftigungserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe

5

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

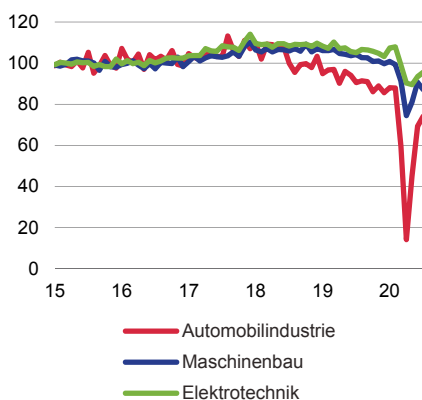


Quelle: ifo Institut

Lücke zum Vorkrisenniveau trotz jüngster Erholung noch groß

6

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

wichtige Exportmärkte Deutschlands werden sich wegen Corona noch einige Monate in einer Art Krisenmodus befinden. Dies dämpft den Konsum sowie die Investitionsneigung. Schon im August ist damit zu rechnen, dass die Industrieproduktion in Deutschland im Vergleich zum Juli noch einmal sinkt. Dafür spricht, dass die stückzahlmäßige Pkw-Produktion im August um mehr als 38% unter dem Niveau vom Juli lag.

Zuversichtlich stimmt, dass die gesamten Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe im Juli 2020 bereits wieder um mehr als 46% gegenüber dem Tiefpunkt von April gestiegen sind und sich damit dynamischer entwickelt haben als die Produktion. Erfreulich ist ferner, dass wichtige Frühindikatoren auf eine Belebung der Industriekonjunktur hindeuten. So sind die Geschäftserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe zum fünften Mal in Folge gestiegen und liegen wieder im positiven Bereich. Zwar sind die Daten wegen der Saldenmechanik mit Vorsicht zu genießen: Nach einer temporären Schließung von Produktionsstätten ist es wenig überraschend, dass mehr Unternehmen wieder optimistischer in die nähere Zukunft blicken. Zudem schätzen die befragten Unternehmen ihre aktuelle Lage nach wie vor überwiegend schlecht ein. Aber offenkundig wurde der konjunkturelle Tiefpunkt durchschritten. Das zeigt auch die Kapazitätsauslastung in der Industrie. Sie zog zu Beginn des 3. Quartals wieder an, liegt aber noch deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt. Ein positives Signal ist schließlich, dass die Zahl der Kurzarbeiter in der Industrie langsam, aber stetig sinkt.

In Summe erwarten wir, dass die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe im Jahresdurchschnitt um real etwa 12% sinken wird. Für das Jahr 2021 halten wir ein Produktionsplus von etwa 7% für realistisch. Die Beschäftigung im Verarbeitenden Gewerbe dürfte 2020 gg. Vorjahr um etwa 3% sinken und sich 2021 stabilisieren oder marginal sinken.

Die Entwicklung von Produktivität und durchschnittlicher Rendite der Unternehmen werden unter dem Einsatz der Kurzarbeiterregelung leiden. Diese Maßnahmen dienen jedoch der Beschäftigungssicherung. Schon nach der Wirtschafts- und Finanzkrise hatte das Instrument dazu beigetragen, dass die Unternehmen im Aufschwung auf ihre Stammebelegschaften zurückgreifen konnten. Gleichwohl bergen die grundsätzliche Verlängerung der Kurzarbeiterregelung (bis Ende 2021) und des Insolvenzmoratoriums (bis Ende 2020) das Risiko, dass Unternehmen künstlich am Leben gehalten werden, die ohne staatliche Hilfsprogramme nicht wettbewerbsfähig wären. Darunter leiden grundsätzlich auch wirtschaftlich gesunde Unternehmen.

Automobilindustrie: Strukturelle Herausforderungen gravierender als Corona-Krise

Kein anderer deutscher Industriesektor hat in der Corona-Krise derart kräftig auf die Bremse getreten wie die Automobilindustrie. Allein im April 2020 sank die Fertigung – gemessen am Produktionsindex – gegenüber dem ohnehin schon niedrigen Wert vom März um 76%. Im April hatten fast alle Autohersteller sowie viele Zulieferer ihre Produktion komplett oder zu einem großen Teil stillgelegt. Seither hat sich die Produktion in der Branche zwar wieder erholt, von einer Auslastung in der Nähe des Normalniveaus kann aber noch keine Rede sein. Die stückzahlmäßige Produktion brach im August noch mal deutlich ein, was aber auch darauf zurückzuführen ist, dass 2020 im Vergleich zum Vorjahr ein größerer Teil der Werksferien in den August fiel.

In den kommenden Monaten dürfte die Autonachfrage in wichtigen Märkten wieder anziehen, allerdings von niedrigem Niveau. Dabei spielt eine Rolle, dass Autokäufe während des Lockdowns im Frühjahr 2020 in vielen Ländern schlicht nicht möglich waren. Hier hat sich also ein gewisser Nachholbedarf aufgestaut.

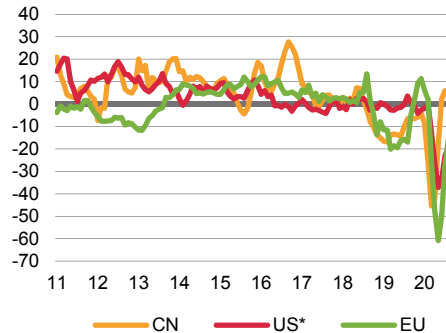


Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

Automarkt in China wieder im Plus

7

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



* Light vehicles

Quellen: ACEA, BEA, CAAM

Beispielsweise übersteigt der Pkw-Absatz in China bereits seit Mai wieder das entsprechende Vorjahresniveau. So weit sind Europa und die USA noch nicht. Für die Produktionsstätten der deutschen Automobilindustrie im Inland ist vor allem die Entwicklung der Fahrzeugnachfrage in Europa maßgeblich, während der chinesische und US-amerikanische Markt zu einem (deutlich) größeren Teil aus Produktionsstätten deutscher Unternehmen vor Ort bedient wird.

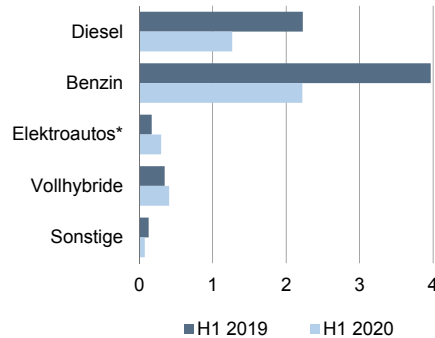
Dem erwähnten Nachholbedarf stehen eine krisenbedingt höhere Arbeitslosigkeit sowie gesunkene Einkommenserwartungen bei den privaten Haushalten letztlich in allen Absatzmärkten gegenüber. Auch viele gewerbliche Kunden dürften bei größeren Investitionen zunächst vorsichtig agieren. Im Jahresdurchschnitt von 2020 dürfte die globale Autonachfrage mit zweistelliger Rate schrumpfen. Eine deutliche Erholung im nächsten Jahr ist jedoch wahrscheinlich, was der heimischen Autoproduktion Impulse verleihen wird.

In Summe rechnen wir damit, dass die Produktion der Automobilindustrie in Deutschland (inklusive Zulieferer) 2020 um real 25% schrumpfen wird. Dies wäre der dritte Rückgang in der Branche in Folge (2018: -1,7%; 2019: -11,3%) und der stärkste seit der Wiedervereinigung. Für 2021 ist mit einer spürbaren Gegenbewegung zu rechnen. Nicht zuletzt wegen eines zu erwartenden immensen statistischen Überhangs ist ein Produktionsplus im Jahresdurchschnitt von etwa 30% im Bereich des Möglichen; dafür bedarf es noch nicht einmal einer besonders großen Dynamik im Verlauf von 2021. Selbst bei einem derart starken Produktionsplus läge das Fertigungsniveau in der Automobilindustrie noch um mehr als 10% unter dem Niveau von 2017.

Pkw-Neuzulassungen in der EU nach Antriebsart: Benzin dominieren

8

Mio., Einheiten



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

Quelle: ACEA

Die Automobilindustrie hat in den letzten Jahren schon häufiger Erfahrungen mit konjunkturellen Schwächephase gemacht. Zwar ist ein gleichzeitiger Einbruch der Nachfrage in allen wichtigen Märkten – wie jetzt in Corona-Zeiten – eine absolute Ausnahme, der besonders schmerzhaft wirtschaftliche Einschnitte verursacht und Kapazitätsanpassungen erfordert. Die globale Autonachfrage dürfte aber über kurz oder lang wieder anziehen und angesichts des geringen Motorisierungsgrades in vielen Schwellenländern auch langfristig steigen. Insofern beinhalten einige strukturelle Entwicklungen für die (deutsche) Automobilindustrie in den kommenden Jahren die größere Herausforderung. Zu nennen sind die strengen CO₂-Grenzwerte für Pkw in der EU. Will die Automobilindustrie Strafzahlungen vermeiden und die Grenzwerte einhalten, muss sie mehr Elektrofahrzeuge in den Markt bringen. Batterieelektrische Autos werden nämlich von der Regulierung als Null-Emissionsfahrzeuge behandelt (was sie faktisch natürlich nicht sind). Zugleich gibt es aber noch immer keinen Markt, in dem sich die Nachfrage nach Elektroautos auch ohne umfangreiche Subventionen stabil positiv entwickelt. Die große Mehrheit der Kunden ist aus verschiedenen Gründen noch nicht von der Elektromobilität überzeugt. Dieser staatliche Einfluss auf die Art der Antriebstechnologie erfordert von der gesamten Automobilindustrie hohe Investitionen in einem bislang noch sehr kleinen Marktsegment. Laut Presseberichten gibt es in der EU-Kommission sogar Überlegungen für ein Verbot des Verbrennungsmotors (ohne dass bislang ein konkretes Datum genannt wurde). Es ist eine offene Frage, wann ausreichend viele Autokäufer auch ohne Subventionen bereit sind, Elektroautos zu kaufen. Je nach Tempo dieser Nachfrageverschiebung wird es zu mehr oder weniger gravierenden Kapazitätsanpassungen bei den Produktionsstätten der deutschen Automobilindustrie kommen. Standorte in Deutschland könnten aufgrund von Kostennachteilen langfristig eher zu den Verlierern zählen. Beispielsweise haben Standorte in Asien bei der Produktion von Batteriezellen gegenüber Europa erhebliche Startvorteile.

Weitere strukturelle Herausforderungen für die Automobilindustrie liegen in der internationalen Handelspolitik. Die Androhung der USA, Zölle auf Autoimporte aus der EU zu erhöhen, ist nach wie vor nicht vom Tisch. Ferner erweisen sich die Verhandlungen über einen Anschlussvertrag zwischen der EU und UK nach



Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

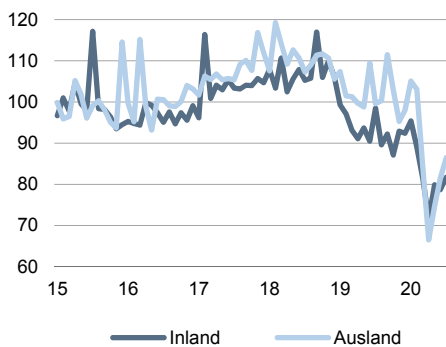
dem Brexit als zäh. Angesichts der engen wirtschaftlichen Verflechtungen zwischen der EU und UK (nicht nur) in der Automobilindustrie birgt ein Scheitern dieser Verhandlungen enorme Risiken. Auch die Handelsbeziehungen zu anderen Ländern werden in den kommenden Jahren die Standortentscheidungen der deutschen Automobilindustrie beeinflussen.

Grundsätzlich sind wir davon überzeugt, dass die deutschen Automobilunternehmen für das Bewältigen der strukturellen Herausforderungen besser gewappnet sind als der Automobilstandort Deutschland. Gerade die Produktion in Deutschland könnte dauerhaft unter Druck bleiben, während heimische Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten auch in den kommenden Jahren eine große Rolle spielen werden. Unter den Strich ist es aber sehr fraglich, ob sich die Automobilindustrie in den kommenden Jahren wieder zu einem dauerhaften industriellen Konjunkturmotor für Deutschland entwickeln kann.

Inlandsaufträge auf sehr niedrigem Niveau

9

Maschinenbau in DE, Auftragseingang, 2015=100

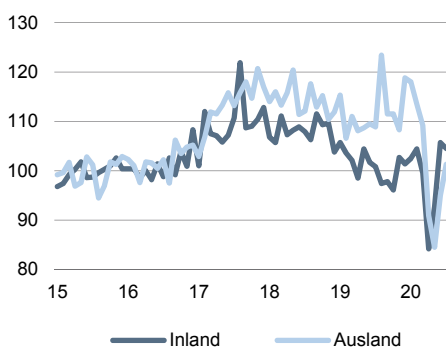


Quelle: Statistisches Bundesamt

Erholung nach Corona-Schock fällt spürbar aus

10

Elektrotechnik in DE, Auftragseingang, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Maschinenbau und Elektrotechnik: Unterschiedliche Entwicklung in der Krise – Impulse durch steigende Investitionsgüternachfrage

Der Maschinenbau hat die eigene Produktion während der Hochphase der Corona-Krise im März und April deutlich stärker zurückgefahren als die Elektrotechnik. In manchen Sparten der Elektrotechnik – etwa die Medizintechnik – entwickelte sich die Produktion sogar recht stabil. Hinzu kommt, dass Elektrotechnik vor der Corona-Krise einen sehr guten Start ins Jahr 2020 hingelegt hatte, während die Fertigung im Maschinenbau zu Jahresbeginn eher seitwärts tendierte. Diese unterschiedliche Entwicklung wird sich auch in den Jahresergebnissen für 2020 niederschlagen. Wir rechnen damit, dass die Produktion im Maschinenbau im laufenden Jahr um real 13% sinken wird (2019: -3,1%). Damit sind wir weniger pessimistisch als der VDMA, der kürzlich einen Produktionsrückgang um 17% prognostiziert hatte. In der Elektrotechnik dürfte die inländische Produktion um etwa 8% sinken (2019: -2,4%).

In beiden Sektoren haben sich die Geschäftserwartungen zuletzt wieder aufgehellt. Auch die Auftragseingänge zogen nach dem Tiefpunkt vom Frühjahr wieder an, wenngleich die Lücke zum Vorkrisenniveau noch nicht wieder geschlossen ist. Maschinenbau und Elektrotechnik werden von der national und international wieder anziehenden Nachfrage nach Investitionsgütern profitieren. Für 2021 erwarten wir im Maschinenbau ein Produktionsplus von etwa 7% und in der Elektrotechnik von etwa 3%. Der relativ starke Euro dürfte dazu führen, dass deutsche Unternehmen bei dem einen oder anderen Auftrag von der ausländischen Konkurrenz preislich ausgestochen werden. Grundsätzlich sind die deutschen Hersteller von Maschinen, Anlagen und elektrischen Ausrüstungen wegen ihrer kundenspezifischen Spezialanfertigungen jedoch recht gut vor einer Aufwertung des Euro geschützt.

Metallindustrie bekommt Schwäche der Abnehmerbranchen zu spüren

Angesichts der rückläufigen Produktion in wichtigen Abnehmerbranchen ist es wenig überraschend, dass auch die Metallindustrie im Jahr 2020 kräftige Fertigungseinbußen erleiden wird. Wir erwarten einen Produktionsrückgang in der gesamten Metallindustrie um real 16% (2019:-4,3%). Dabei dürften die beiden Sparten, die Metallerzeugung sowie die Herstellung von Metallerzeugnissen, ähnlich schlecht abschneiden. Im kommenden Jahr halten wir ein Produktionsplus von etwa 5% für möglich. Strukturell sehen wir die Perspektiven der Metallerzeugung weniger günstig als die Aussichten für die Hersteller von Metallerzeugnissen. In der Metallerzeugung wirken vor allem die globalen Überkapazi-

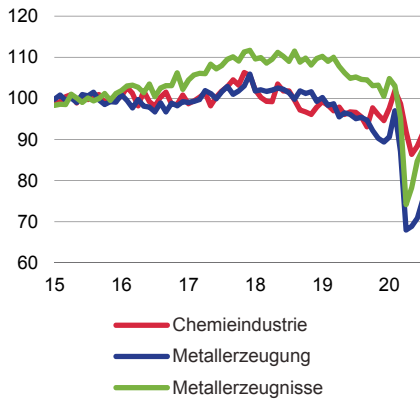


Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

Chemieindustrie recht glimpflich davongekommen

11

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2015=100

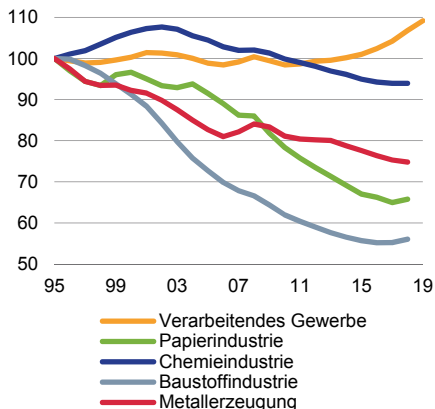


Quelle: Statistisches Bundesamt

Reales Nettoanlagevermögen sinkt in energieintensiven Branchen spürbar

12

Reales Nettoanlagevermögen in Deutschland, 1995=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

täten in der Branche sowie die Unsicherheiten rund um die klima- und energiepolitischen Rahmenbedingungen in Deutschland und der EU belastend. In der Metallerzeugung schrumpft der Kapitalstock in Deutschland bereits seit vielen Jahren. Für die Hersteller von Metallerzeugnissen sind die direkten energiepolitischen Rahmenbedingungen weniger relevant, weil ihre Produktion bei Weitem nicht so energieintensiv ist wie die Metallerzeugung. Vielmehr ist für die künftige Entwicklung der Produktion maßgeblich, in welchem Ausmaß die Abnehmer aus dem Bereich der Investitionsgüter ihre Wertschöpfung in Deutschland aufrecht erhalten.

Chemieindustrie erleidet nur moderate Einbußen

Große Teile der Chemieindustrie sind von einer durchlaufenden Produktion geprägt. Gerade Großanlagen in der Grundstoffchemie laufen häufig im Dauerbetrieb. Produktionsunterbrechungen in solchen Chemiewerken werden daher in der Regel weit im Voraus geplant. Kurzfristige Unterbrechungen gilt es dagegen zu vermeiden, weil es kostspielig ist, eine Anlage ungeplant hoch- und wieder herunterzufahren. Diese für die Chemieindustrie charakteristische Produktionsweise hat dazu beigetragen, dass der Sektor im Vergleich zu anderen Industriezweigen während der Hochphase der Corona-Krise relativ moderate Einbußen hinnehmen musste. So lag die Chemieproduktion im 2. Quartal „nur“ um knapp 11% unter dem hohen Niveau des 1. Quartals.

Für das Gesamtjahr 2020 rechnen wir damit, dass die Produktion in der Chemieindustrie in Deutschland um real 4% sinken wird. Für 2021 erwarten wir lediglich ein Fertigungsplus von 1%. Grundsätzlich dürfte sich in der Chemieindustrie in Deutschland in den kommenden Jahren die strukturelle Schwächephase mit einer tendenziell sinkenden oder bestenfalls stagnierenden inländischen Produktion fortsetzen. Ähnlich wie in der Metallerzeugung sinkt auch in der Chemie der Kapitalstock seit Jahren. Die Gründe für diese Entwicklung sind ebenfalls ähnlich. Die Unsicherheiten bezüglich der langfristigen klima- und energiepolitischen Regulierung führen bei Anlagen, deren Nutzungsdauer mehrere Jahrzehnte beträgt, zu Investitionszurückhaltung.

Pharmaindustrie sogar 2020 mit kleinem Produktionsplus

Während die meisten Industriebranchen ihre Produktion im März und April 2020 deutlich zurückfahren, verzeichnete die Pharmaindustrie recht erfreuliche Ergebnisse. Im 1. Quartal konnte der Sektor die Fertigung gegenüber dem Vorquartal um gut 2% erhöhen. Für das 2. Quartal ist lediglich ein marginales Minus zu verzeichnen. Obwohl es noch kein umfassend wirksames Medikament gegen COVID-19 gibt, dürften sich einige Verbraucher während des Lockdowns prophylaktisch mit Arzneimitteln eingedeckt haben. Auch das Ausland hat die Nachfrage nach pharmazeutischen Erzeugnissen aus Deutschland in der Corona-Krise erhöht: Im 1. Halbjahr 2020 lagen die deutschen Pharmaexporte nominal um 10% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Wir erwarten im Rest von 2020 sowie im Verlauf von 2021 einen weiteren Anstieg der Produktion in der Pharmaindustrie. In Summe dürfte die Fertigung in diesem Jahr um real 1% und 2021 um 5% steigen. Die Pharmaindustrie bleibt damit im langfristigen Vergleich die dynamischste Industriebranche in Deutschland, die zudem hohe F&E-Ausgaben im Inland tätigt.



Ernährungsgewerbe weiter Hort der Stabilität

Das Ernährungsgewerbe zeigt sich in der Regel unbeeindruckt vom Konjunkturzyklus. Stärkere Produktionsschwankungen sind die Ausnahme. Gleichwohl hat die Corona-Krise auch den mittelständisch geprägten Sektor erfasst. Im April und Mai 2020 gab die Produktion ungewöhnlich stark nach. Offenkundig haben einige Unternehmen aus der Ernährungsindustrie ihre Produktion zurückgefahren, um in den Fabriken neue Hygienestandards zu etablieren oder um die Mitarbeiter in der Hochphase der Krise vor Ansteckungen zu schützen. Die Fleischindustrie, in der lokal immer wieder von Infektionsgeschehen berichtet wurde, spielte dabei keine besondere Rolle. Inzwischen hat sich die Produktion in der Nahrungsmittelbranche wieder erholt, sodass die Verluste im Gesamtjahr moderat ausfallen dürften. Wir rechnen mit einem Produktionsminus von 3% im Jahr 2020 und erwarten ein Plus von 2% im Jahr 2021. Die Marktmacht des Lebensmitteleinzelhandels und der damit verbundene Preisdruck zählen auch künftig zu den größten Herausforderungen der Branche. Positiv ist, dass das Ernährungsgewerbe ihre Auslandsmärkte immer stärker erschließt. Die Exportquote der Branche lag 2019 bereits bei über 24% (18% im Jahr 2005).

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



Entscheidung über CDU-Vorsitz und Ausblick auf den Bundestagswahlkampf

- Das positive Abschneiden der CDU in den Kommunalwahlen in NRW hat Ministerpräsident Armin Laschet etwas Rückenwind im Rennen um den CDU-Parteivorsitz verschafft.
- Die offene Führungsfrage in der CDU – sowohl hinsichtlich Parteivorsitz als auch Kanzlerkandidat – belastet die Konservativen. Die unklare Rolle von Bayerns Ministerpräsident Söder verkompliziert das machtpolitische Gefüge.
- Die Stimmenverluste der SPD in ihrem früheren Stammland NRW sind ein Rückschlag für Finanzminister Scholz als Kanzlerkandidat, nachdem er ohnehin mit Kritik an seiner Rolle in der Wirecard-Insolvenz und den Cum-Ex-Vorgängen in Hamburg zu kämpfen hat.

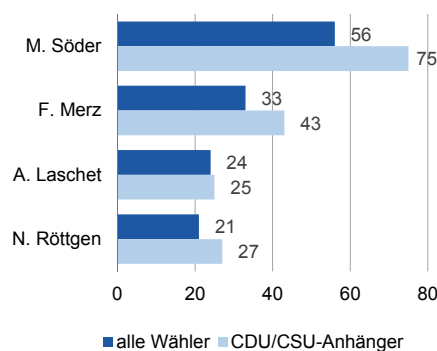
Während Kommunalwahlen normalerweise von lokalen Themen geprägt sind, erhielt die Kommunalwahl in NRW bundesweite Aufmerksamkeit, weil sie die erste Wahl nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie war. In der Tat geben die Ergebnisse Hinweise auf mindestens drei generelle politische Trends.

Erstens kann die CDU als Wahlgewinner angesehen werden - auch wenn sie gegenüber der letzten Wahl 1,5%-Punkte verloren hat. Das Abschneiden der CDU kann Ministerpräsident Laschet als willkommenen Rückenwind für seine Kandidatur als CDU-Parteivorsitzender verbuchen. Während Laschet (und Gesundheitsminister Spahn als Partner im Team) sich im (regionalen) Krisenmanagement bewähren musste bzw. immer noch muss, haben seine beiden Mitbewerber Friedrich Merz und Norbert Röttgen erst in jüngster Zeit wieder mehr Außenwirkung entfaltet. Bisher liegt Laschet in Umfragen (erhoben vor den NRW-Wahlen) zur Popularität von möglichen Kanzlerkandidaten hinter Merz und – wenn man ihn berücksichtigt – Markus Söder. Allerdings ist fraglich, ob Umfragen unter Wählern die beste Indikation für die Wahlaussichten der Kandidaten sind, wenn man die spezifischen parteiinternen Prozesse zur Wahl des Parteivorsitzenden bedenkt. Auf dem verkürzten CDU-Parteitag am 4. Dezember werden 1.001 Delegierte in geheimer Abstimmung über den neuen Vorsitzenden entscheiden. Die Zusammensetzung der Delegierten orientiert sich an der Mitgliederzahl eines Landesverbandes (80% der Delegierten) und dem Ergebnis der letzten Bundestagswahl in dem jeweiligen Bundesland (20% der Delegierten). (Aus-)gewählt werden die Delegierten von ihren Landes-, Kreis- oder Bezirksverbänden und sie sollen ein breites Spektrum der CDU-Wählerschaft abdecken. NRW stellt den mit Abstand größten Landesverband. Unsere Erwartung ist, dass Laschet zum CDU-Parteivorsitzenden gewählt werden dürfte und dann vermutlich auch zum Kanzlerkandidat erkoren wird (für eine ausführlichere Diskussion vgl. Ausblick Deutschland vom 12. August). Freilich hat angesichts der geheimen Wahl und der Unwägbarkeiten hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland sicherlich auch Merz eine realistische Chance auf den Vorsitz.

Zweitens ist der Stimmenverlust der SPD in NRW eine herbe Enttäuschung für die Partei, die auf eine positive Resonanz im Nachgang zur Nominierung von Finanzminister Scholz als Kanzlerkandidaten gehofft hatte. Zwar ist eine moderate Erholung in den Umfragen zur Bundestagswahl zu beobachten, aber die überraschend harmonische, parteiflügelübergreifende Nominierung hat der SPD keinen nachhaltigen Aufschwung in den Umfragewerten verschafft. Möglicherweise stehen dahinter verbreitete Zweifel in der Öffentlichkeit, dass sich die programmatischen Positionen des moderaten Kanzlerkandidaten und seiner eher linkslastigen Partei nicht ausreichend decken. Jedenfalls legen dies auch Ergebnisse aus der jüngsten Allensbach-Befragung (FAZ, 23.9.) nahe, wonach

Bewertung der potentiellen CDU/CSU-Kanzlerkandidaten

Guter Kanzlerkandidat für 2021? % der Befragten



Quelle: ARD Deutschlandtrend (3. September 2020)

Eine Koalition von CDU/CSU und Grünen erhält zurzeit am meisten Unterstützung

Bewertung der Koalitionen, % der Befragten



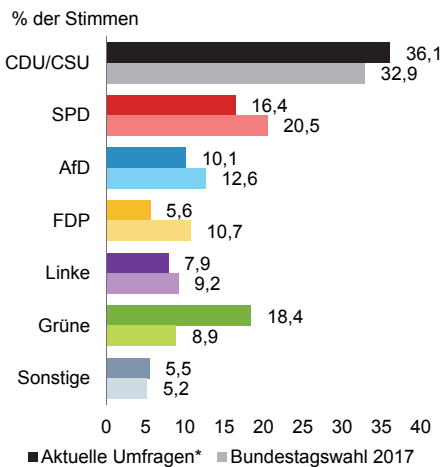
Quelle: ZDF Politbarometer, 28. August 2020



Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

Aktuelle Stärke der Parteien & Ergebnis der Bundestagswahl 2017

3



* Durchschnitt der Ergebnisse jüngster Umfragen führender Meinungsforschungsinstitute (Forsa, Kantar, INSA, FG Wahlen, Infratest Dimap)

Quelle: Wahlrecht.de, 18. September 2020

48% der Bevölkerung bezweifeln, dass Scholz den entsprechenden Rückhalt in seiner Partei genießt und immerhin jeder dritte SPD-Anhänger diese Zweifel teilt. Aktuelle Umfragen zur Bundestagswahl eröffnen der SPD keine realistische Chance, in einer Koalition mit den Grünen und den Linken zu regieren. Die rechnerisch derzeit einzige Option bleibt für die SPD eine „große Koalition“, eine Option allerdings, die von den SPD-Parteivorsitzenden explizit und von Scholz implizit abgelehnt wird.

Schließlich untermauert das gute Abschneiden der Grünen in NRW (relative Gewinner mit Blick auf den Stimmenzuwachs im Vergleich zu den letzten NRW-Kommunalwahlen), zusammengenommen mit dem der CDU, den generellen Trend hin zu einer konservativ-grünen Mehrheit in Deutschland. Aktuelle Umfragen zeigen eine 50%-Plus-Mehrheit für CDU/CSU und die Grünen; eine entsprechende Regierungskoalition ist gegenwärtig auch Favorit unter den Wählern (ZDF-Politbarometer). Mit dem moderaten Kurs unter Kanzlerin Merkel, u.a. in der Flüchtlings- und Klimapolitik, haben sich die politischen Agenden der beiden Parteien zumindest angenähert. Man sollte auch nicht vergessen, dass die Verhandlungen über eine Jamaika-Koalition in einem bereits fortgeschrittenen Stadium von der FDP beendet wurden. Angesichts der gegenwärtigen Umfragen dürfte eine konservativ-grüne Koalition das wahrscheinlichste Ergebnis der Bundestagswahl im Herbst 2021 sein.

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



Geldpolitik: Niedrige Inflation ist ein Problem für die EZB

Abgesehen von der jüngsten Euro-Aufwertung klang die EZB-Präsidentin Lagarde auf der Pressekonferenz am 10. September zufriedener mit dem derzeitigen geldpolitischen Kurs, als wir es erwartet hatten. Die Notenbank änderte ihre Geldpolitik nicht und stellte auch keine neuen Schritte zur Krisenbekämpfung in Aussicht. Die Wachstumsaussichten der Eurozone wurden für das laufende Jahr etwas positiver beurteilt als zuvor (-8,0%, bisher: -8,7%), aber der Ausblick auf die Jahre 2021 und 2022 blieb weitgehend unverändert. Die Unsicherheit ist nach wie vor hoch und die Wirtschaft der Eurozone ist weiterhin mit Abwärtsrisiken konfrontiert, einschließlich des Gegenwinds durch wieder steigende Corona-Infektionszahlen. Die Kerninflationsprognose für 2022 wurde trotz der Euroaufwertung überraschend um 0,2 %-Punkte auf 1,1% nach oben revidiert. EZB-Präsidentin Lagarde brachte ein hohes Maß an Vertrauen in das PEPP zum Ausdruck. Die mittelfristigen Aussichten für die Inflationsentwicklung bleiben jedoch schwach. Entscheidungen des EZB-Rates in den nächsten Sitzungen dürften wahrscheinlich hauptsächlich von zwei Faktoren abhängen. Zum einen vom Pandemieverlauf beziehungsweise, ob die EZB ihre Erwartungen über die Dauer der Krise korrigieren muss, was eine Ausweitung des PEPP rechtfertigen würde. Zum anderen dürften der Inflationsausblick und insbesondere die Inflationsprognose für 2023, welche die EZB in ihrer Dezember-Projektion erstmals veröffentlichen wird. Wenn, wie von uns erwartet, das Inflationsziel der EZB weiterhin deutlich unterschritten wird, könnten auch die Anleihekäufe in einer dauerhafteren Form erhöht werden, als dies durch eine Ausweitung des PEPP gegeben wäre. Wir gehen daher davon aus, dass ein höheres Tempo der Käufe im Rahmen des APP im Dezember⁵ angekündigt wird, außer es käme zu einer deutlichen Aufwärtskorrektur des Inflationsausblicks. Eine weitere Euroaufwertung ist ein Faktor, der dem entgegenstehen würde. Eine weitere fiskalische Lockerung könnte hingegen auf die Inflation durchschlagen. Den EU-Wiederaufbaufonds sehen wir in den Prognosen der EZB noch nicht vollständig berücksichtigt, allerdings dürfte in 2021 nur ein geringer Teil des Gesamtvolumens schon zur Auszahlung kommen. Sobald die Strategieüberprüfung nächstes Jahr abgeschlossen ist, rechnen wir außerdem zumindest mit einer Stärkung der Forward Guidance hinsichtlich der Zinsen. Bedeutsam für unsere Einschätzung des geldpolitischen Kurses der EZB war auch die Rede von EZB-Chefvolkswirt Lane am 27. August, anlässlich des Jackson Hole Economic Policy Symposium. Er gab zu erkennen, dass die EZB nach der Überwindung der unmittelbaren Pandemie angesichts ihrer wohl nachhaltig dämpfenden Wirkung auf die Inflationsentwicklung gezwungen sein könnte, eine zweite Lockerungsphase einleiten zu müssen.

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

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

⁵ Wall, Mark (2020). ECB Reaction: Sitting a little more comfortably, excluding FX. Deutsche Bank Research. 10. September.



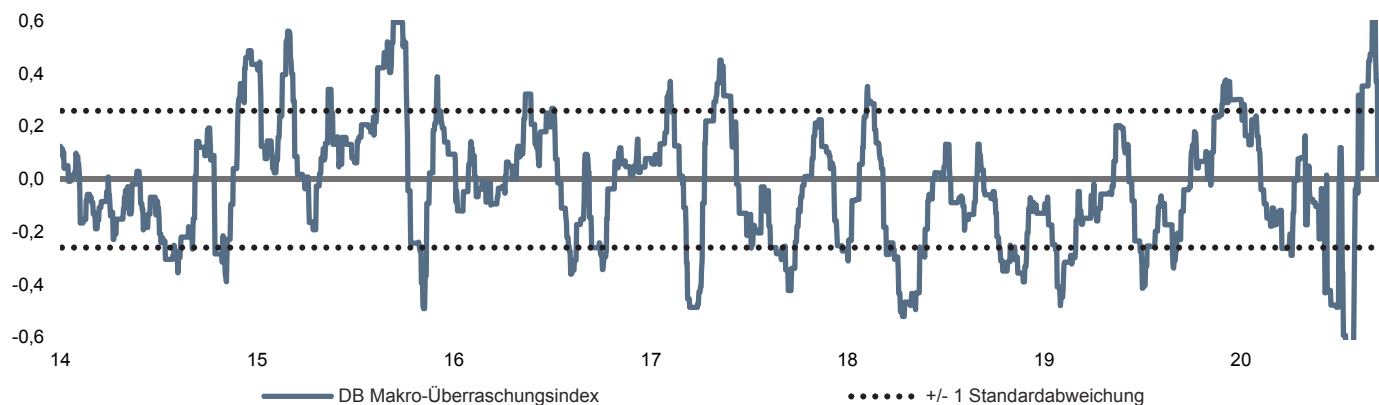
Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

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
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	8 2020	11.08.2020	-81,3	-69,5	-11,8	0,0	0,1
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	8 2020	11.08.2020	71,5	55,8	15,7	1,6	1,0
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	7 2020	13.08.2020	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,4
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	6 2020	25.08.2020	-9,7	-10,1	0,4	0,7	0,8
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	7 2020	28.08.2020	-4,6	-4,7	0,1	0,4	0,8
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	8 2020	01.09.2020	52,2	53,0	-0,8	-0,9	0,1
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	8 2020	01.09.2020	-9,0	-2,0	7,0	0,1	0,6
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	7 2020	02.09.2020	-0,2	0,5	-0,7	-0,3	0,3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	8 2020	03.09.2020	52,5	50,8	1,7	1,9	1,0
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	7 2020	04.09.2020	2,8	5,0	-2,2	-0,9	0,1
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	7 2020	07.09.2020	1,2	4,5	-3,3	-2,7	0,0
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	7 2020	08.09.2020	20,0	17,3	2,7	0,5	0,7
GRTBALE Index	Handelsbilanz (EUR Mrd.)	7 2020	08.09.2020	19,2	15,9	3,3	1,2	0,9
GRBTEXMM Index	Exporte (% gg. Vm.)	7 2020	08.09.2020	4,7	5,0	-0,3	-0,1	0,4
GRBTIMMM Index	Importe (% gg. Vm.)	7 2020	08.09.2020	1,1	3,5	-2,4	-1,0	0,1
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	8 2020	11.09.2020	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	9 2020	15.09.2020	77,4	69,5	7,9	0,8	0,8
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	9 2020	15.09.2020	-66,2	-72,0	5,8	0,8	0,8
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	9 2020	23.09.2020	49,1	53,0	-3,9	-4,3	0,0
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	9 2020	23.09.2020	56,6	52,5	4,1	4,5	1,0

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

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



Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
29.09.2020	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	September	0,1	0,0
30.09.2020	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	August	6,4	6,4
30.09.2020	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	August	1,0	-0,2
06.10.2020	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	August	1,5	2,8
07.10.2020	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	August	1,0	2,8
08.10.2020	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	August	18,7	18,0
08.10.2020	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	August	3,0	4,7
08.10.2020	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	August	2,2	1,1
23.10.2020	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Oktober	54,5	56,6
23.10.2020	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Oktober	50,0	49,1
26.10.2020	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)**	Oktober	93,0	93,4

*lt. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich; **Letzter Wert lt. vorläufiger Veröffentlichung vom 19. März 2020
Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt, Bundesagentur für Arbeit, ifo, IHS Markit

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



Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

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	0,65	0,25
Sep 20	0,125	-0,10	0,00	0,10	-0,75	0,00	-0,75	1,50	0,10	0,60	0,25
Dez 20	0,125	-0,10	0,00	0,10	-0,75	0,00	-0,75	1,50	0,10	0,60	0,25
Mrz 21	0,125	-0,10	0,00	0,10					0,10	0,60	0,25

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,23	-0,07	-0,50								
Sep 20	0,25	0,03	-0,40								
Dez 20	0,35	0,03	-0,40								
Mrz 21	0,30	0,03									

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	0,67	0,01	-0,51	0,22							
Sep 20	0,60	0,00	-0,45	0,23							
Dez 20	0,70	0,00	-0,40	0,45							
Mrz 21	0,90	0,10	-0,30	0,53							

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,17	105,44	0,91	1,27	1,08	10,48	7,44	11,02	4,51	365,12	26,93
Sep 20	1,15	100,00	0,94	1,22	1,07	10,25		10,25	4,50	365,00	27,00
Dez 20	1,20	100,00	0,96	1,25	1,05	10,50	7,46	10,25	4,45	365,00	26,50
Mrz 21	1,21	97,50	0,95	1,27	1,04	10,50		10,19	4,40	360,00	25,75

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



Deutsche Wirtschaft unerwartet robust

Deutschland: Datenmonitor

	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Apr 2020	Mai 2020	Jun 2020	Jul 2020	Aug 2020	Sep 2020
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	95,2	95,1	92,6	80,2	92,1	74,6	79,6	86,3	90,4	92,5	93,4
ifo Geschäftserwartungen	91,7	92,1	88,5	80,6	97,2	70,0	80,3	91,5	96,8	97,2	97,7
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	91,1	90,7	90,1	77,5	90,8	73,0	76,6	82,8	87,9	90,9	93,5
Produktion (% gg. Vp.)	-0,8	-1,7	-1,9	-19,2		-21,2	10,0	11,1	2,8		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-0,2	-1,1	-2,5	-22,6		-26,1	10,4	28,8	2,8		
Grad der Kapazitätsauslastung	83,9	82,6	82,9	71,4	74,4						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	0,4	0,8	4,6	-1,9		-0,7	1,1	-0,5	-0,5		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	0,3	7,2	-4,2	-6,9		2,7	-5,7	12,4			
ifo Bauhauptgewerbe	112,5	111,2	106,7	95,2	101,7	92,6	95,3	97,8	100,3	101,5	103,2
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,6	0,3	1,0	0,1		-6,2	13,1	-1,9	-0,2		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	6,8	13,7	-20,3	-47,4		-61,1	-49,5	-32,3	-5,4	-20,0	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-0,1	-1,1	-2,6	-28,6		-28,9	8,7	23,6	14,4		
Exporte (% gg. Vp.)	0,6	0,6	-3,5	-21,9		-23,9	9,0	14,9	4,7		
Importe (% gg. Vp.)	-0,6	0,7	-2,3	-16,0		-16,4	3,4	7,0	1,1		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	57,7	57,7	52,3	25,1		3,1	7,5	14,5	18,0		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	5,0	5,0	5,0	6,2		5,8	6,3	6,4	6,4	6,4	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	22,7	-7,3	-11,0	549,7		372,0	237,0	68,0	-17,0	-9,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,8	0,6	0,3	-1,1		-0,9	-1,3	-1,3	-1,2		
ifo Beschäftigungsbarometer	98,9	98,9	96,9	89,1		86,4	88,4	92,4	93,2	95,4	
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	1,0	1,2	1,5	0,7		0,8	0,5	0,8	0,0	-0,1	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	0,9	1,5	1,3	1,1		1,0	1,1	1,1	0,7	0,6	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)											
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	6,3	5,3	2,1	-5,5		-7,3	-4,8	-4,2	-5,7	6,7	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	62,1	62,5	50,7	33,1		26,9	32,6	40,5	43,2	45,0	42,0
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	33,7	31,6	34,3	38,9		42,3	44,0	30,4	24,2	26,6	
EC Unternehmensumfrage	2,2	2,7	2,2	-4,9		-4,6	-6,0	-4,0	-0,5	-0,4	
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	2,7	2,9	4,6	8,4							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	3,4	2,5	2,3	-2,7							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	2,7	3,4	4,7	6,8							
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	5,1	4,6	6,7	6,9		6,3	7,2	6,9	7,1		
Trend von M3*											
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	4,5	4,9	5,3	4,7		5,3	5,4	4,7	4,8		
Kredite an öffentliche Haushalte	3,1	-5,9	5,0	3,1		2,5	-0,4	3,1	5,8		

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

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



Ausblick Deutschland

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

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

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

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

- ▶ Deutsche Wirtschaft unerwartet robust 25. September 2020
- ▶ Wie stark fällt die Erholung in Q3 aus? 12. August 2020
- ▶ Allmählich aus der Konjunkturschlucht 1. Juli 2020
- ▶ Liebling, wir haben die Wirtschaft geschrumpft! 13. Mai 2020
- ▶ Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich 12. Februar 2020
- ▶ Ausblick 2020: Vorsicht, zerbrechlich! 19. Dezember 2019
- ▶ Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen 4. November 2019
- ▶ Klimapaket:
Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik 30. September 2019

© 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