



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

4. November 2020

Autoren

Stefan Schneider

und

Economics Research Team Frankfurt

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
Deutschland: Blick in den Rückspiegel zeigt überraschende Q3 BIP-Stärke, aber Hindernisse direkt vor der Haube	3
Inflationsausblick 2020-22: Corona dämpft, aber leere Staatskassen könnten bald Preisschub bei staatlich administrierten Preisen auslösen	7
Deutscher Arbeitsmarkt vor schwierigem Winter	17
Deutsches Gesundheitswesen auf Engpässe vorbereiten – mehr Schutz der Risikogruppen	19
Starker Anstieg bei Unternehmensinsolvenzen belastet deutsche Banken	26
Deutsche Autoindustrie: Mühsame Erholung	33
Ausblick auf die Baukonjunktur im Jahr 2020 und darüber hinaus	37
Politische und öffentliche Debatte über Deutschlands Corona-Politik nimmt zu	47
Offene Grenzen in der EU sind auch für Deutschland von entscheidender Bedeutung	49
Reaktion der EZB: Wir tun was!	58
DB Makro-Überraschungsindex	61
Datenkalender	62
Datenmonitor	63
Finanzmarktprognosen	64

Original in englischer Sprache: 02.11.2020

Deutschland: Blick in den Rückspiegel zeigt überraschende Q3 BIP-Stärke, aber Hindernisse direkt vor der Haube. Vom Lockdown im November sind direkt lediglich rund 2% der Bruttowertschöpfung betroffen. Zusammen mit indirekten Effekten dürfte dies wohl zu einer BIP-Kontraktion um rund ½% in Q4 führen, falls die Einschränkungen Ende November wieder vollständig aufgehoben werden.

Inflationsausblick 2020-22: Corona dämpft, möglicher Preisschub bei staatlich administrierten Preisen. Die Folgen der Corona-Pandemie sowie die Mehrwertsteuersenkung haben die Inflation gedrückt. Aber bald könnten die Preise für staatlich administrierte Güter und Dienstleistungen spürbar anziehen.

Deutscher Arbeitsmarkt vor schwierigem Winter. Die verstärkte soziale Distanzierung wird insbesondere die personenbezogenen Dienstleister in Mitleidenschaft ziehen.

Deutsches Gesundheitswesen auf Engpässe vorbereiten – mehr Schutz der Risikogruppen. Die Zahl der freien Krankenhauskapazitäten ist als Indikator ebenso wichtig wie die Neuinfektionen. Wir schätzen, dass 400.000 akut Infizierte zu deutlichen Engpässen in den Intensivstationen führen.

Starker Anstieg bei Unternehmensinsolvenzen belastet deutsche Banken. Trotz größerer Widerstandsfähigkeit und günstiger Finanzierungsbedingungen werden die Unternehmensinsolvenzen zunehmen. Die Kreditrisikovorsorge der Banken könnte sich verdreifachen und den Banken einen Nettoverlust beschereen.

Deutsche Autoindustrie: Mühsame Erholung. Die globale Pkw-Nachfrage zieht dank China an, doch steigende COVID-19-Infektionen in der EU und den USA dürften die deutsche Autoproduktion in 2020 um 25% sinken lassen.

Baukonjunktur im Jahr 2020 und darüber hinaus. Steigende Infektionszahlen auf der Nordhalbkugel belasten den Ausblick für die Wintermonate. Die Lage dürfte sich erst einmal verschlechtern.

Debatte über Deutschlands Corona-Politik nimmt zu. Abgeordnete aller Parteien diskutieren die rechtlichen Grundlagen der Corona-Maßnahmen. Der für Dezember geplante CDU-Parteitag wird nun wohl Mitte Januar stattfinden.

Offene Grenzen in der EU sind auch für Deutschland von entscheidender Bedeutung. Inzwischen hat die EU ihre Anstrengungen zur besseren Koordination nationaler Maßnahmen verstärkt. Dies sollte weitere Grenzschließungen verhindern.

Reaktion der EZB: Wir tun was! Einzelheiten folgen. Die EZB hat angekündigt, im Dezember weitere Lockerungen vorzunehmen. Wir erwarten eine Kombination mehrerer Lockerungsmaßnahmen.



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

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	0,3	0,7	0,8	1,7	2,3		-10,8	-6,7	-4,8
Deutschland	-5,2	3,2	2,9	0,5	1,2		6,4	6,2	6,0	-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.	-6,0	4,2		3,2	2,3		-1,2	0,0		-6,0	-4,5	
Ungarn	-5,5	4,5		3,5	2,9		-1,5	-0,5		-6,3	-4,0	
Polen	-4,0	4,5		3,4	2,2		1,0	0,5		-9,0	-4,5	
USA	-3,7	3,5	3,6	1,2	2,1	1,9	-3,1	-3,5	-3,5	-15,2	-9,2	-5,5
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	-3,9	5,4		2,8	2,7							

*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	Q3	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	0,6	-5,2	3,2	2,9	-1,9	-9,8	8,2	-0,5	0,3	0,8	1,5	1,6
Privater Konsum	1,6				-2,5	-10,9						
Staatsausgaben	2,7				0,6	1,5						
Anlageinvestitionen	2,5				-0,5	-7,9						
Ausrüstungen	0,5				-7,3	-19,6						
Bau	3,8				5,1	-4,2						
Lager, %-Punkte	-0,7				0,0	0,3						
Exporte	1,0				-3,3	-20,3						
Importe	2,6				-1,9	-16,0						
Nettoexport, %-Punkte	-0,6				-0,8	-2,8						
Konsumentenpreise (VPI)*	1,4	0,5	1,4	1,6								
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	59,6	72,6	74,1	72,0								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,1	6,4	6,2	6,0								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	267,1	212	215	212								

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

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

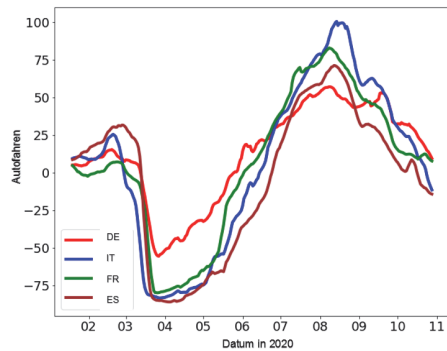


November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Deutschland: Blick in den Rückspiegel zeigt überraschende Q3 BIP-Stärke, aber Hindernisse direkt vor der Haube

Apple-Mobilitätsindex: Autofahren

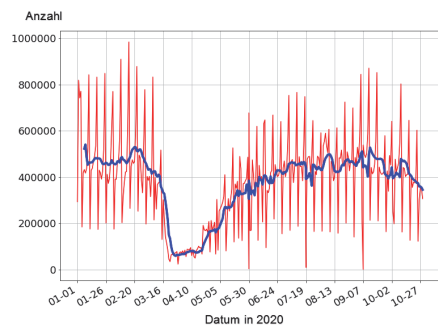
1



Quelle: Apple mobility data

Fußgänger in den größten Einkaufsstraßen Deutschlands

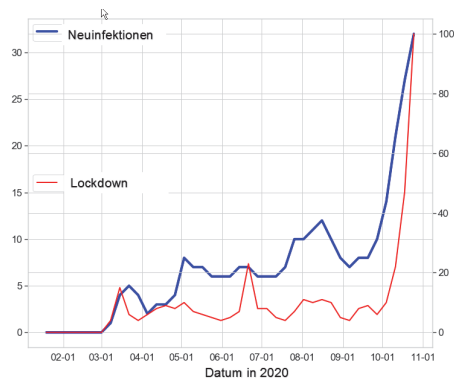
2



Quelle: Hystreet.com

Deutschland: COVID-19-bezogene Google-Suchen

3

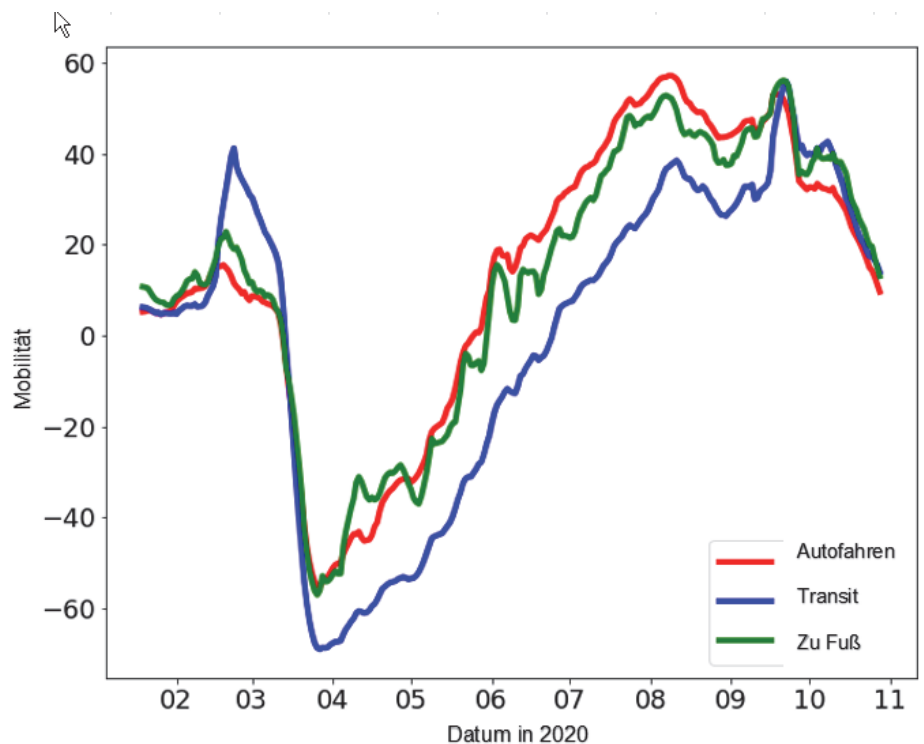


Quelle: Google

- Nach einem Einbruch um 9,8% in Q2 stieg das BIP in Q3 wieder um 8,2% an, sodass eine nahezu V-förmige Erholung stattfand. Insgesamt lag das BIP lediglich um 4,2% unter dem Stand von Q4 2019 (also vor der COVID-19-Pandemie).
- Allerdings schwächte sich die Dynamik bereits im Laufe von Q3 ab, und der massive Anstieg der Neuinfektionszahlen dämpfte die Mobilität und das Vertrauen im Dienstleistungssektor im Oktober.
- Vom Lockdown im November sind direkt lediglich rund 2% der Bruttowertschöpfung betroffen. Da es jedoch auch zu indirekten Auswirkungen in anderen Bereichen der Wirtschaft (Einzelhandel, Investitionen) kommen wird, ist wohl mit einer BIP-Kontraktion um rund ½% zu rechnen. Dies gilt für ein vergleichsweise optimistisches Szenario, in dem die Neuinfektionszahlen aufgrund der nun ergriffenen Maßnahmen deutlich sinken, sodass die Einschränkungen Ende November wieder vollständig aufgehoben werden.
- Nach der beeindruckenden Erholung in Q3 erwarten wir für das Gesamtjahr nun „nur“ noch einen BIP-Rückgang um 5,2%; noch im September hatten wir ein Minus von 5,5% prognostiziert. Allerdings dürfte das Wachstum im Jahr 2021 nach der BIP-Kontraktion in Q4 und bei einem insgesamt schwierigen Winterhalbjahr wohl auf 3% begrenzt sein.

Apple-Mobilitätsindex: Deutschland

4



Quelle: Apple mobility data



BIP in Q3 überraschend robust

Mit 8,2% gg. Vq. war das BIP-Wachstum in Q3 kräftig und übertraf sowohl den Konsens als auch unsere eigenen Erwartungen deutlich, wenngleich wir in den vergangenen Wochen bereits auf Aufwärtsrisiken hingewiesen hatten. Nichtsdestotrotz lag das BIP um 4,1% unter dem Vorjahresniveau bzw. um 4,2% unter dem Stand von Q4 2019, dem letzten Vor-COVID-19-Quartal. Die Erholung fand vor allem in denjenigen Bereichen statt, die in Q2 den Einbruch um 9,8% (ursprünglicher Wert: -9,7%) ausgelöst hatten: privater Konsum, Investitionsausgaben und Exporte. Wie immer bei der Schnellmeldung hat das Statistische Bundesamt die Entwicklung nur knapp kommentiert; Zahlen werden am 24. November veröffentlicht.

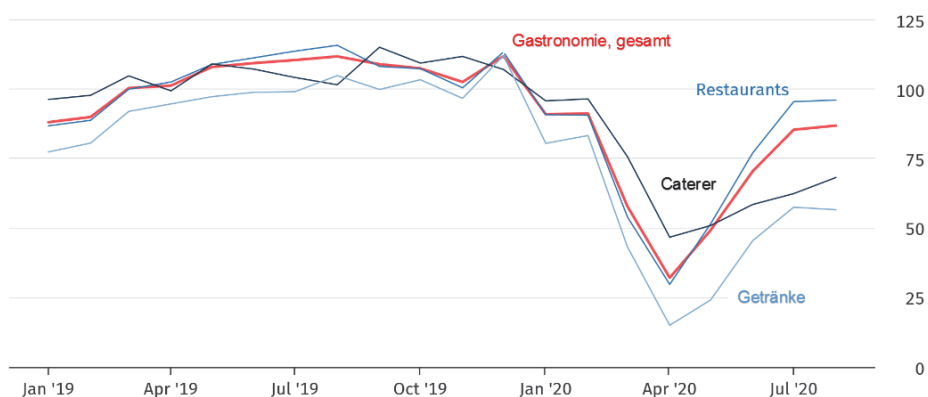
Abschwächung der Dynamik im Quartalsverlauf und im Oktober

Der Rückgang der Einzelhandelsumsätze um 2,2% im September zeigt bereits, dass sich die Konjunkturdynamik im Laufe von Q3 wieder verlangsamt hat. Den Umfragen zufolge hat sich die Lage im Verarbeitenden Gewerbe im Oktober weiter verbessert, insbesondere aufgrund der lebhaften Auslandsnachfrage. Die Erwartungen haben sich jedoch deutlich eingetrübt. Im Dienstleistungssektor führten schwächere Erwartungen sogar zu einer Eintrübung des Geschäftsklimas insgesamt. Steigende Infektionsraten und eine verstärkte soziale Distanzierung, die sich auch in den sinkenden Mobilitätsdaten niederschlagen, haben ihre Spuren hinterlassen.

Umsatz der Gastronomie in Deutschland

5

Konstante Preise (in realen Werten), Index, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

November-Lockdown drückt Q4 in den negativen Bereich

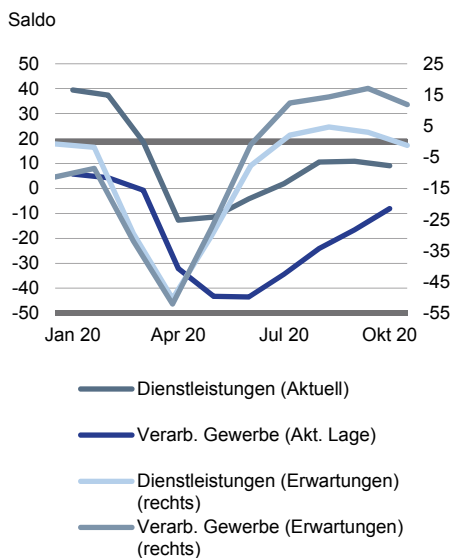
Da der Einzelhandel geöffnet bleibt, ist nur ein kleinerer Teil der Wirtschaft vom Lockdown ab dem 2. November betroffen als im April. Dieses Mal zielen die Maßnahmen vor allem auf das Gastgewerbe sowie auf Kultur, Unterhaltung und Sport ab. In diesen Bereichen wurden im Jahr 2019 1,7% (Gastgewerbe) bzw. 1,4% (Sektor Kultur, Unterhaltung und Sport) der Bruttowertschöpfung erwirtschaftet. Aufgrund der Pandemie dürften diese Anteile derzeit deutlich geringer sein. Trotz einer beeindruckenden Erholung lagen die Umsätze in Restaurants im August immer noch real um rund 20% unter dem Vorjahresniveau. Aufgrund von Hygieneeinschränkungen war die Zahl der Zuschauer bei Profisportereignissen (Stichwort Bundesliga) weit niedriger als 2019. Und in den Kinos belief



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Erwartungen: Optimismus schwindet

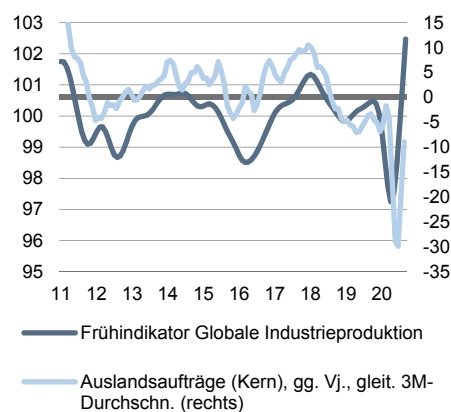
6



Quelle: ifo

Auslandsaufträge & globale IP (LEI)

7



Quelle: Deutsche Bundesbank

sich die Besucherzahl im Oktober nicht einmal auf ein Drittel des Vorjahreswerts. Unter der Annahme, dass die beiden Sektoren in Q3 einen Anteil von allenfalls 2% an der Bruttowertschöpfung hatten und dass die Geschäftstätigkeit in diesen Sektoren vollständig zum Erliegen käme, würden sich die Verluste in einem Monat auf rund EUR 5 Mrd. oder 0,65% des Quartals-BIP belaufen. Realiter werden die Auswirkungen sicherlich geringer sein, da z.B. Essen außer Haus verkauft werden darf und auch Online-Vertriebskanäle weiter betrieben werden können.

Der Einzelhandel dagegen ist zwar nicht vom Lockdown an sich betroffen, dürfte aber aufgrund strikterer Hygienevorschriften (z.B. in den meisten Supermarktketten) Umsatzrückgänge verzeichnen. Diese Hygieneauflagen dämpfen den Umsatz pro Kunde zusätzlich zur verstärkten sozialen Distanzierung, die sich bereits in den Hochfrequenz-Daten zur Mobilität niederschlägt. Dieses Mal bleiben die europäischen Grenzen zwar für den Güterverkehr geöffnet (vgl. Artikel „Offene Grenzen in der EU sind auch für Deutschland von entscheidender Bedeutung“, S. 49), aber der schwerere Verlauf der Pandemie und restriktivere Lockdowns in den meisten Nachbarländern werden sich in Q4 auf die Exporte auswirken, auch wenn die Nachfrage in manchen Schwellenländern, insbesondere China, weiterhin solide ist. Das Risiko einer Unterbrechung der globalen Wertschöpfungsketten erscheint relativ gering, da Ansteckungen in Fabriken wohl vergleichsweise selten sind. Das Verarbeitende Gewerbe könnte insofern im kommenden Monat sogar für etwas Stabilität sorgen, im Gegensatz zu der Entwicklung im März und April. Steigende Infektionsraten in Europa und anderswo, neuerliche Lockdowns und die Aussicht auf mindestens vier lange und schwierige Monate¹ dürften die Investitionsausgaben in Q4 insbesondere im Dienstleistungssektor dämpfen.

Insgesamt wird die deutsche Wirtschaft aufgrund des Gegenwinds wahrscheinlich in einen „Double Dip“ geraten. Insbesondere wäre es wohl zu optimistisch davon auszugehen, dass die Lage im Dezember wieder weitgehend normal ist, selbst wenn die Lockdown-Maßnahmen wie geplant Ende November wieder aufgehoben werden sollten. Im Mai stimulierten Aufholeffekte die Konjunktur nach dem Ende des ersten Lockdowns deutlich. Dieses Mal ist jedoch angesichts der Art der betroffenen Unternehmen nur ein sehr begrenzter Nachfragestau zu erwarten. Wahrscheinlich wird das Wirtschaftsleben durch eine nur langsame Rücknahme der Lockdown-Maßnahmen sowie eine weiterhin intensive soziale Distanzierung gehemmt, da die Infektionsraten wohl nicht so rasch zurückgehen werden wie im Mai, als die wärmere Witterung den Effekt des Lockdowns auf die Verbreitung des Virus beträchtlich unterstützte. Im Oktober sanken die Einkommenserwartungen der deutschen Verbraucher wieder deutlich und lagen auf den Stand vom Juni. Die Konsumbereitschaft brach ein, die Sparneigung stieg wieder an. Diese Tendenzen dürften sich im November noch verstärken und die Chance auf eine rasche Trendwende im Dezember ist eher gering.

2020 nunmehr BIP-Rückgang um 5,2% zu erwarten; Abwärtskorrektur der Wachstumsprognose für 2021 auf 3%

Angesichts der überraschend starken Wachstumsrate in Q3 und der zu erwartenden Kontraktion um ½% in Q4 erwarten wir im Gesamtjahr nunmehr einen BIP-Rückgang um 5,2%; zuvor hatten wir ein Minus von 5,5% prognostiziert. Wir hatten bereits zuvor mit einer Verlangsamung im Winterhalbjahr gerechnet; der neuerliche BIP-Rückgang in Q4 und ein weiterhin lahmendes Wachstum in Q1 lassen einen schwächeren Jahresbeginn 2021 erwarten.

¹ Kanzlerin Merkel in ihrer Regierungserklärung, 29. Oktober.



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Daher haben wir unsere Wachstumsprognose für 2021 von 4,5% auf 3% gesenkt. Dabei gehen wir bereits von einer deutlichen Verbesserung der Pandemiesituation aus, wenn es wieder wärmer wird, bessere Behandlungsmöglichkeiten und Hygienekonzepte verfügbar sind, Corona-Risikogruppen wirksamer geschützt werden und Impfstoffe vorhanden sind. Je nach dem weiteren Verlauf der Pandemie, aber auch dem Ergebnis der US-Wahlen, könnten sehr bald weitere Anpassungen notwendig werden, wobei die Richtung aber derzeit noch offen ist.

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



Inflationsausblick 2020-22: Corona dämpft, aber leere Staatskassen könnten bald Preisschub bei staatlich administrierten Preisen auslösen

- Die Corona-Pandemie hat nicht nur die Weltwirtschaft im Rekordtempo abstürzen lassen, sondern auch der Verbraucherpreisinflation einen Dämpfer versetzt. Auch wenn von der Pandemie für einige Waren und Dienstleistungen preistreibende Effekte ausgehen (z.B. aufgrund gestörter Lieferketten oder Mehrausgaben wegen Hygiene- und Abstandsmaßnahmen), dominieren derzeit (noch) die preisdämpfenden Faktoren bei Weitem.
- Ebenso hat die Pandemie Änderungen im privaten Konsumverhalten erzwungen. Berücksichtigt man, dass die Jahresinflationsrate der vermehrt konsumierten Güter/Dienstleistungen deutlich über der entsprechenden Preissteigerungsrate der weniger konsumierten Güter/Dienstleistungen gelegen hat, so könnte die offiziell gemessene die „tatsächliche“ Inflationsentwicklung etwas unterzeichnet haben. Darüber hinaus sehen sich derzeit die statistischen Ämter größeren Herausforderungen bei der Erhebung der Verbraucherpreise ausgesetzt.
- Die Mehrwertsteuersenkung im Juli dürfte die Jahresinflationsrate in 2020 um ca. einen vollen Prozentpunkt drücken – vorausgesetzt, dass die Senkung vollständig und unmittelbar an die Verbraucher weitergegeben wird. Der tatsächliche Effekt dürfte aber niedriger sein. Aber auch bei einer hälftigen Weitergabe dürfte dies die Jahresinflationsrate um 0,6 Prozentpunkte nach unten drücken. 2021 dürfte die Rücknahme der Steuersenkung (geschätzter Effekt: +0,8 Pp. bzw. 0,4 Pp. bei vollständiger bzw. hälftiger Weitergabe) die Inflationsrate deutlich nach oben ziehen.
- Mit den immer offener zu Tage tretenden finanziellen Lasten für die öffentlichen Haushalte erscheint es aber nicht abwegig, dass schon bald die Preise für einige staatlich administrierte Güter und Dienstleistungen spürbar anziehen könnten. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass es bereits in schlechten finanziellen Zeiten zu teils kräftigem Anstieg der administrierten Preise gekommen ist. Auch wenn diese deutlich stiegen, dürfte sich der Gesamteffekt auf die Inflationsrate – bei nicht allzu heftigen Preiserhöhungen – in Grenzen halten. Sollten die administrierten Preise aber deutlich höhere jährliche Preissteigerungsraten aufweisen – so wie z.B. zuletzt im Jahr 2004 in Höhe von +5,8% – könnte diese die deutsche Inflationsrate mit rund 0,7 Prozentpunkten spürbar nach oben ziehen.
- In 2020 dürfte die Headline-Inflationsrate durch die niedrigen Energiepreise und die temporäre Mehrwertsteuersenkung gedrückt werden. 2021 dürften die höheren Energiepreise und die zum 1. Januar einsetzende Rücknahme der Mehrwertsteuersenkung die Inflation kräftig anschieben. Nach einem Rückgang auf 0,5% in 2020 rechnen wir mit einem Anstieg der Inflationsrate auf 1,4% in 2021 und 1,6% in 2022. Diese Einschätzung fußt auf der Erwartung, dass die Kerninflation 2021/22 mit 1,4% bzw. 1,2% wieder höher liegen dürfte als in diesem Jahr mit nur rund 1%.

Corona dämpft die Inflationsrate und vernebelt zugleich die Sicht

Corona-Krise zieht chronisch niedrige Inflationsrate noch weiter nach unten

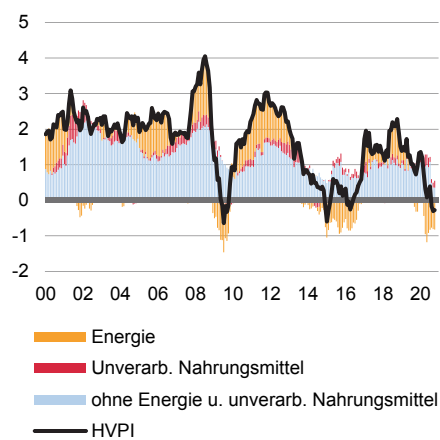
Die Corona-Pandemie hat nicht nur die Weltwirtschaft in Rekordtempo und -tiefe abstürzen lassen, sondern auch der Verbraucherpreisinflation in den großen entwickelten Volkswirtschaften (USA, Euroraum, Japan) einen heftigen Dämpfer



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

1 Eurozone: Headline-Inflationsrate liegt im negativen Bereich

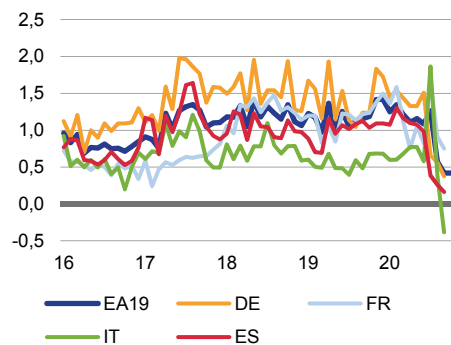
% gg. Vj. bzw. Beiträge in Prozentpunkten



Quellen: Eurostat, Haver Analytics LP, Deutsche Bank Research

2 Eurozone: Kerninflation sackt ab

% gg. Vj.

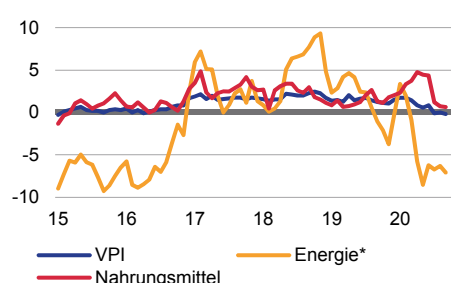


Kerninflation: Harmonisierter Verbraucherpreisindex ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel.

Quellen: Eurostat, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

3 VPI: Energie vs. Nahrungsmittelpreise

% gg. Vj.



* Haushaltsenergie und Kraftstoffe

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

versetzt. Die schon vor der Pandemie chronisch niedrige Inflationsrate in der Eurozone hat sich im Strudel der Corona-Pandemie nochmals deutlich nach unten bewegt. Im September lag die Headline-Inflationsrate der Eurozone (Harmonisierter Verbraucherpreisindex; HVPI) aufgrund der Wirtschafts- und Nachfrageschwäche (und einer damit abgesackten Kerninflationsrate) – aber auch aufgrund von gewichtigen Sondereffekten (z.B. deutlich gesunkene Energiepreise, temporäre Mehrwertsteuersenkung in Deutschland) – mit -0,3% im Vergleich zum Vorjahresmonat im negativen Bereich (siehe Grafik 1).

Vor allem die im Zuge des Ölpreisabsturzes spürbar rückläufigen Energiepreise haben die Headline-Inflationsrate merklich nach unten gezogen (Preiseffekt im September 2020: ca. -0,8 Prozentpunkte) (siehe Grafik 1). In den großen vier Euroländern liegt die HVPI-Inflationsrate derzeit nur in Frankreich marginal über die Nulllinie, wohingegen sie in Italien (-1,0%), Spanien (-0,6%) und Deutschland (-0,4%) deutlich im negativen Bereich liegt. Auch die Kerninflationsraten (HPVI ohne die schwankungsanfälligen Energie- und Nahrungsmittelkomponenten) sind seit dem Frühjahr regelrecht abgestürzt. Zwar liegt die Kerninflation in Deutschland, Frankreich und Spanien noch im positiven Bereich, in Italien ist sie aber bereits ins Negative gefallen (siehe Grafik 2).

Auch wenn von der Corona-Pandemie für einige Waren- und Dienstleistungsgruppen preistreibende Effekte ausgehen (z.B. aufgrund gestörter Lieferketten oder gesteigener Betriebsausgaben für Hygiene- und Abstandsmaßnahmen) dominieren derzeit (noch) die preisdämpfenden Faktoren bei Weitem. So hat in Deutschland der inflationsdämpfende Rückgang der Energiepreise (September 2020: -6,6% gg. Vj. bei einem Gewicht im HVPI von 10,9%; dämpfender Beitrag: -0,7 Prozentpunkte) die inflationssteigernden Effekte durch höhere Lebensmittelpreise (ausgelöst durch Nachfrageverschiebungen von der Gastronomie zum Nahrungsmittelleinzelhandel sowie schlechter Ernten aufgrund der Trockenheit in diesem Jahr) deutlich überkompensiert.² Beim nationalen Verbraucherpreisindex (VPI) zeigen sich ähnliche Entwicklungen (siehe Grafik 3).

Pandemie erzwingt Änderungen im privaten Konsumverhalten ...

Doch Corona hat nicht nur die absoluten und relativen Preisentwicklungen kräftig durcheinandergewirbelt, sondern auch das Konsumverhalten der privaten Verbraucher verändert. Es ist offenkundig, dass die Privathaushalte die Ausgaben für einige Waren und Dienstleistungen (wie z.B. Restaurantbesuche, Urlaubsreisen, Shopping) aus Angst vor Ansteckung und/oder aufgrund behördlicher Anordnungen (zwischenzeitlich) deutlich zurückgefahren haben. Mit anderen Worten: Die Gewichte der einzelnen Waren und Dienstleistungen im „Warenkorb“ dürften sich zumindest seit Ausbruch der Krise erheblich verändert haben. Da aber solche Änderungen statistisch nicht in Echtzeit abgegriffen werden (können) (die letzte Anpassung des Wägungsschemas erfolgte turnusgemäß 2018 mit Bezug auf das Basisjahr 2015), ist die Aussagekraft der amtlich gemessenen Verbraucherpreisstatistik derzeit in Teilen begrenzt (siehe mehr dazu weiter unten).

Das Statistische Bundesamt hat in einer aktuellen Sonderauswertung darauf hingewiesen, dass die Nachfrage nach ausgewählten Hygieneartikeln und Lebensmitteln teils deutlich gestiegen ist. So fiel z.B. der Absatz von Toilettenpapier in der 42. Kalenderwoche (12.-17. Oktober) fast doppelt so hoch aus (+89,9 %) wie im Vorkrisen-Durchschnitt (August 2019 bis Januar 2020). Auch die Verkaufszahlen von Desinfektionsmitteln und Seifen lagen fast drei Viertel

² Im April lag der Preisauftrieb für unverarbeitete Nahrungsmittel bei sehr hohen 9,6% gg. Vj. (Gewicht im HVPI: 2,8%). Mittlerweile hat der Preisdruck aber wieder deutlich nachgelassen: Im September 2020 stiegen die Preise nur noch um 0,8% gg. dem Vorjahresmonat. Der inflationstreibende Effekt auf den VPI hat sich daher von 0,3 Prozentpunkten im April auf 0,02 Pp. reduziert.

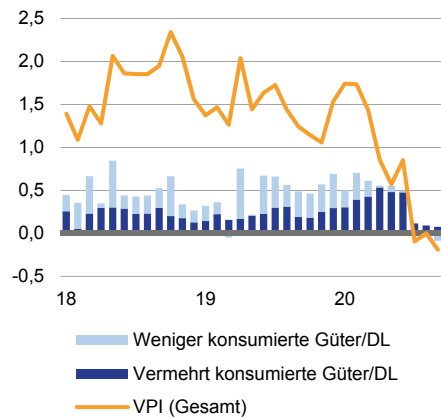


November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

VPI: Der Preisaufrtrieb bei den mehr konsumierten Gütern/DL ist größer als bei den weniger konsumierten

4

% gg. Vj. bzw. Beiträge zur Jahresinflationsrate in Prozentpunkten

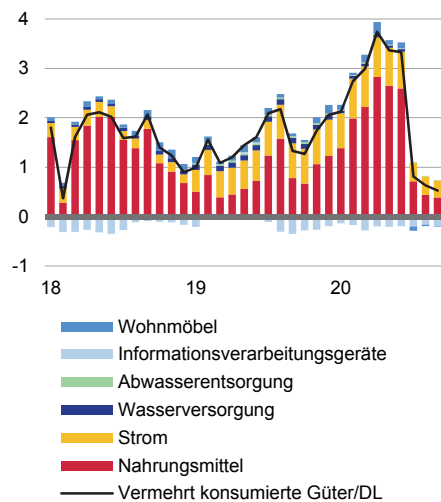


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

VPI: Preisentwicklung der vermehrt konsumierten Waren/DL

5

% gg. Vj. bzw. Beiträge in Prozentpunkten



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

(+72,5 %) bzw. zwei Drittel (+62,3 %) über ihren Vorkrisen-Niveaus. Unterdessen stieg auch der Absatz von Mehl und Hefe um mehr als ein Viertel (+28,4%) bzw. ein Drittel (+34,8%) gegenüber den entsprechenden Vorkrisen-Niveaus. Auch wenn diese Anstiege beträchtlich sind, dürfte die Aussagekraft der amtlich gemessenen Inflationsrate von diesen „Hamsterkäufen“ wohl nur in sehr begrenztem Umfang beeinträchtigt werden. Dies liegt vor allem an den sehr niedrigen Gewichten, mit denen die Preisentwicklungen dieser Produkte in die Messung der Headline-VPI-Inflationsrate einfließen.³

Allerdings dürften die teilweise recht deutlichen und über mehrere Monate auftretenden Nachfrageverschiebungen zwischen anderen Güter- und Dienstleistungsgruppen (mit entsprechend deutlichen höheren Gewichten im Warenkorb) die Aussagekraft der amtlichen Inflationsrate einschränken. In diesem Kontext sind sowohl niedrigere Konsumausgaben für Restaurant-, Kino-, Zoo-, Konzert- oder Theaterbesuche als auch Minderausgaben für Urlaubsreisen und Flüge zu nennen. Aber auch die privaten Konsumausgaben für Dienstleistungen der Personenbeförderungen (Bahnfahren, öffentlicher Personennahverkehr) sowie für saisonale Bekleidungsartikel dürften im Zuge einer deutlich höheren Home-Office-Quote und einem Rückgang vieler Freizeitaktivitäten drastisch gesunken sein. Im Gegensatz dazu dürften die Ausgaben für Strom- und Wasser (Stichwort Heimarbeit) und Nahrungsmittel (vermehrte Eigenverpflegung statt Beanspruchung von Gastronomie- und Kantinendienstleistungen) kräftig gestiegen sein. Auch dürften viele Privathaushalte aufgrund von Homeoffice ihre Konsumausgaben für Möbel und IT-Ausstattung (PCs, PC-Zubehör, Software etc.) erhöht haben. Auch wenn sich der trendmäßige Preisverfall bei IT-Zubehör seit Ende 2019 abgeschwächt hat, sinken die Preise in dieser Gütergruppe nach wie vor. Die Jahresinflationsrate für Wohnmöbel hatte sich in den Lockdown-Monaten März/April deutlich erhöht (von 0,5% im Februar auf bis zu 2,6% im April), lag im September – wohl auch aufgrund der gesunkenen Mehrwertsteuer – bei nur noch bei -0,1%.⁴

Unseren Berechnungen nach haben die oben erwähnten Güter und Dienstleistungen zusammengenommen einen Anteil von knapp einem Drittel im VPI-Warenkorb, wobei die Güter/Dienstleistungen, die im Zuge der Pandemie wohl über das „normale“ Maß hinweg konsumiert worden sein dürften, im VPI-Warenkorb mit etwa 14% ein etwas niedrigeres Gesamtgewicht haben als diejenigen Güter/Dienstleistungen, die weniger konsumiert worden sein dürften (Anteil von ca. 18%). Berücksichtigt man zudem, dass die Jahresinflationsrate der vermehrt konsumierten Güter/Dienstleistungen im Zeitraum März-September deutlich über der entsprechenden Preissteigerungsrate der weniger konsumierten Güter/Dienstleistungen gelegen hat (siehe Grafiken 4, 5 und 6), so könnte die Entwicklung der offiziellen VPI – aufgrund der sich derzeit signifikant geänderten Verbrauchsgewohnheiten – die „tatsächliche“ Inflationsentwicklung etwas unterzeichnet haben. Die höhere Inflationsrate bei den „mehr“ konsumierten Gütern/DL ist im Wesentlichen auf Nahrungsmittel und Strom zurückzuführen (siehe Grafik 5). Wir möchten aber betonen, dass es sich bei dieser Einschätzung lediglich um eine sehr grobe vorläufige Indikation handelt. In welchem Maße die derzeitigen Veränderungen im Konsumverhalten auf vorübergehende bzw. strukturelle Effekte zurückgehen, kann noch nicht abschließend beurteilt werden.

³ Mehl und andere Getreideerzeugnisse haben z.B. ein Gewicht im VPI von lediglich 0,36 Promille.
⁴ Diese Güter- und Dienstleistungsgruppen fließen mit einem Gesamtgewicht von knapp einem Drittel in die gesamte VPI-Inflationsrate ein. Konkret liegen die Gewichte für diese Güter und Dienstleistungen bei: Gaststätten- und Beherbergungsdienstleistungen (4,7%), Freizeit- und Kulturdienstleistungen (3,7%), Pauschalreisen (2,7%), Dienstleistungen für Personen- und Güterbeförderung (2,4%), Bekleidung und Schuhe (4,5%), Strom und Wasser (3,9%), Nahrungsmittel (8,5%), Wohnmöbel (1,3%) und Informationsverarbeitungsgeräte (0,6%).

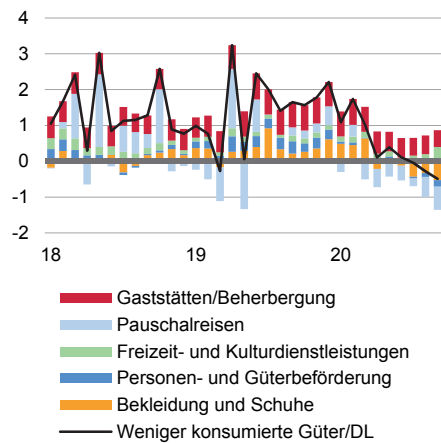


November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

VPI: Preisentwicklung der weniger konsumierten Waren/DL

6

% gg. Vj. bzw. Beiträge in Prozentpunkten



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

... und erschwert die Preiserhebung/-ermittlung für den Verbraucherpreisindex

Doch neben den oben genannten Nachfrageverschiebungen, die die Verbrauchs- und Ausgabenstruktur der einzelnen Privathaushalte deutlich durcheinandergewirbelt haben (und damit auch die Prognosen für den privaten Konsum erschweren), sehen sich derzeit die statistischen Ämter größeren Herausforderungen bei der Erhebung der Verbraucherpreise ausgesetzt.⁵ Dies liegt im Wesentlichen daran begründet, dass es infolge der behördlichen Verbote (u.a. Untersagung von Großveranstaltungen wie Rockkonzerten) und/oder Empfehlungen (Warnungen vor Reisen in Risikogebiete oder Quarantäneauflagen für Reiserrückkehrer), aber auch aufgrund einer eingeschränkten oder gar nicht mehr vorhandenen Nachfrage (bzw. eines sehr niedrigen bzw. überhaupt nicht vorliegenden Angebots⁶) verstärkt zu partiellen und/oder vollständigen Preisausfällen gekommen ist.

Vor dem Hintergrund dieser vermehrt auftretenden Erzeugnis- und Berichtsausfälle sowie einer eingeschränkten Vororterhebung in den Geschäften mussten die statistischen Ämter die Preise für eine Vielzahl von Gütern und Dienstleistungen im Warenkorb „imputieren“, d.h. schätzen.⁷ Vor allem während der Lockdown-Monate April und Mai musste in Deutschland wie auch in den meisten EU-Ländern ein beträchtlicher Teil der Güter- und Dienstleistungspreise imputiert werden. Nach einer Auswertung von Eurostat erreichte der Imputationsanteil in der EU bzw. in der Eurozone im April Spitzenwerte von sehr hohen 29% bzw. 32%. Vor allem bei den industriellen Waren (ohne Energie) (36%) sowie den Dienstleistungen (40%) waren die Imputationsquoten besonders hoch. Im Ländervergleich war der Schätzanteil u.a. in Frankreich (47%), Spanien (37%) und Italien (40%) überdurchschnittlich hoch (z.Vgl. Deutschland: 27%).

Auch wenn sich die obige Problematik seit dem Ende des Lockdowns der Wirtschaft deutlich normalisiert hat (Juli-Wert für die EU-27: nur noch 3%), ist es denkbar, dass die Imputationsquoten im Falle von erneuten (partiellen) Lockdown-Maßnahmen in den Herbst- und Wintermonaten wieder spürbar ansteigen. In Deutschland lag der Imputationsanteil für den VPI im September im Durchschnitt über alle Warenkorbgruppen bei nur noch 2,8%. Allerdings war dieser Wert in einigen Gruppen noch immer deutlich erhöht: Im Bereich „Freizeit, Unterhaltung und Kultur“ (Gewicht im Warenkorb von rund 11,4%) lag der Anteil noch immer bei knapp einem Fünftel. Darüber hinaus ist der Schätzanteil in dieser Warenkorbgruppe (im Gegensatz zu den meisten anderen Gütergruppen) zuletzt wieder deutlich gestiegen (z. Vgl. August-Wert: 9,9%).

Preisdämpfende dominieren (vorerst) preistreibende Faktoren

Auch wenn die Corona-Pandemie derzeit die Sicht auf die Verbraucherpreise vernebelt, so dominieren doch offensichtlich zumindest in der kurzen Frist preisdämpfende Faktoren. So überrascht der Rückgang der Kerninflationsrate in Anbetracht der tiefen Rezession, der nach wie vor hohen Unsicherheiten und der letztlich damit verbundenen Kaufzurückhaltung (steigende Sparquote der

⁵ Siehe „Zu den Auswirkungen der Corona-Krise auf die Preiserhebung für den Verbraucherpreisindex / Harmonisierten Verbraucherpreisindex“. Statistisches Bundesamt (13. Oktober 2020).

⁶ So wurde z.B. der Fernbusverkehr zwischen dem 18. März und Ende Mai 2020 vollständig eingestellt. Im April und Mai war der Flugverkehr (Frequenz der Flüge, angeflogene Ziele) sowohl innerhalb Deutschlands als auch international deutlich eingeschränkt.

⁷ Dabei kommen zunächst die üblichen Fortschreibungsmethoden zum Einsatz. So werden z.B. vorübergehend nicht beobachtbare Preise mit der Preisentwicklung ähnlicher Produkte fortgeschrieben. Sollte auch dies nicht möglich sein, können bei preisstabilen Produkten alternativ die Vormonatspreise übernommen werden. Bei Saisongütern (z.B. saisonale Nahrungsmittel oder Pauschal- und Beherbergungsdienstleistungen) werden spezielle Fortschreibungsmethoden angewandt, die explizit die Saisonzahlen berücksichtigen. Nicht beobachtbare Preise für Pauschalreisen werden z.B. mit der monatlichen Preissteigerungsrate des Vorjahresmonats fortgeschrieben.

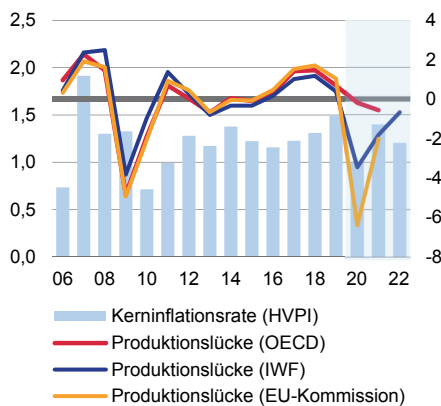


November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Deutlich negative Outputlücke dämpft die Kerninflation

7

Outputlücke (%) (rechts), Inflation (%) (links)

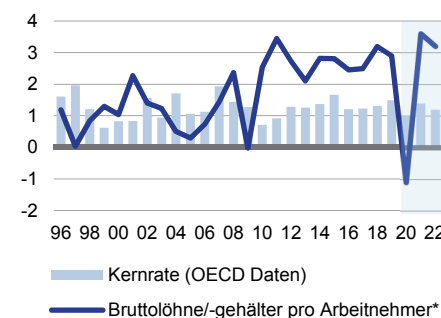


Quellen: OECD, IWF, EC, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Kerninflation vs. Arbeitnehmerentgelte (brutto)

8

% gg. Vj.



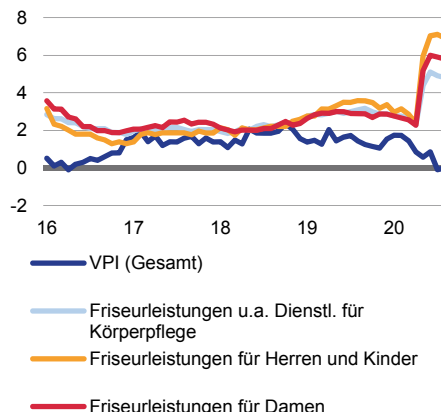
* mit Prognosen der Gemeinschaftsdiagnose (Herbst 2020)

Quellen: OECD, Gemeinschaftsdiagnose, Deutsche Bank Research

VPI: Friseurbesuche sind deutlich teurer geworden

9

% gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Haushalte) nicht wirklich. Die nach wie vor hohe Zahl der Kurzarbeiter, die deutlich gestiegenen Arbeitslosenzahlen und der Wunsch der Gewerkschaften nach Arbeitsplatzertüchtung dürften sich zudem merklich negativ auf die künftigen Lohn-/Gehaltsrunden auswirken – mal abgesehen von der kürzlich getroffenen Tarifvereinbarung im Öffentlichen Dienst, die für die im Öffentlichen Dienst Beschäftigten eine Tarifierhöhung von mindestens 3,2% vorsieht (verteilt auf mehr als zwei Jahre).

Ein Blick in die Vergangenheit zeigt zudem, dass sich die Kerninflation immer dann sehr moderat entwickelt hat, wenn die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke deutlich negativ war, d.h. die Produktionsmöglichkeiten deutlich unterausgelastet waren (siehe Grafik 7). Auch die in diesem Jahr sinkenden Arbeitnehmerentgelte dürften disinflationär wirken (siehe Grafik 8). Aufgrund des oben genannten starken (nachfrageseitigen) Abwärtsdrucks auf die kurz- bis mittelfristige Preisdynamik dürften die Kerninflation wie auch die Headline-Inflationsrate auf absehbare Zeit recht niedrig bleiben, auch wenn bei bestimmten Dienstleistungen (wie z.B. Friseurbesuchen) aufgrund der staatlich vorgeschriebenen kostensteigernden Hygiene- und Abstandsregelungen teils heftige Preissteigerungen zu beobachten sind (siehe Grafik 9). Denn einerseits haben die von kräftigen Preissteigerungen betroffenen Friseurdienstleistungen nur ein relativ geringes Gewicht von 0,7% im Warenkorb, andererseits sind andere Warengruppen (wie z.B. nicht abgekaufte Bekleidungsartikel und Schuhe) Corona-bedingt von deutlichen Preiseinbrüchen betroffen.

Temporäre MwSt-Senkung drückt die Inflation in 2020, um diese dann wieder mit der Rücknahme in 2021 anzuschieben

Zusätzlich zum Absturz der Ölpreise von rund 64 USD (pro Fass) im Januar auf zwischenzeitlich unter 20 USD im April wirkt mit der temporären Mehrwertsteuersenkung ein weiterer Sonderfaktor stark preissenkend auf die allgemeine Verbraucherpreisentwicklung. Die Bundesregierung hat sich im Rahmen ihres Konjunkturpaketes darauf verständigt, die Mehrwertsteuersätze zwischen dem 1. Juli und dem 31. Dezember 2020 zu senken. Während sich in diesem Zeitraum der Normalsatz von 19% auf 16% ermäßigt, sinkt der ermäßigte Steuersatz von 7% auf 5% (siehe Grafik 10). In Deutschland werden ca. 70% der im Warenkorb enthaltenen Güter und Dienstleistungen entweder mit dem ermäßigten oder dem regulären Mehrwertsteuersatz belegt, während ca. 30% von der Mehrwertsteuerpflicht ausgenommen sind. So sind z.B. die Nettokaltmieten, die ein relativ hohes Gewicht von 19,6% im Warenkorb haben, nicht mehrwertsteuerpflichtig.

Nach Berechnungen des Statistischen Bundesamtes beläuft sich der preissenkende Effekt der Mehrwertsteuersenkung (auf die Verbraucherpreisinflation) rein rechnerisch – also im Fall einer vollständigen und unmittelbaren Preisweitergabe – auf rund 1,6% (siehe Grafik 11). Die rechnerischen Preiseffekte fallen in den einzelnen Waren- und Dienstleistungsgruppen jedoch unterschiedlich stark aus, da auf manche Güter und Dienstleistungen der normale und auf andere der ermäßigte Steuersatz erhoben wird.⁸ Für jene Produkte, auf die der Normalsatz bzw. der ermäßigte Satz erhoben wird, ergibt sich ein rechnerischer Preisrückgang von 2,5% bzw. 1,9%. Bei jenen Waren und Dienstleistungen, die nicht der Mehrwertsteuerpflicht unterliegen, treten logischerweise keinerlei Preiseffekte auf.

⁸ Z.B. werden Bekleidungsartikel mit dem vollen Steuersatz belegt, während für viele Grundnahrungsmittel der reduzierte Steuersatz gilt.

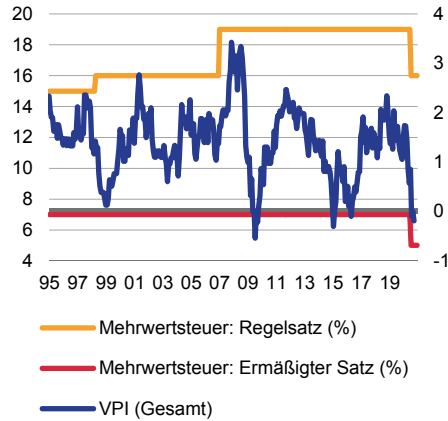


November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

VPI: Headline-Inflationsrate im Kontext der Mehrwertsteuersätze

10

Verbraucherpreise in % gg. Vj. (rechts),
Mehrwertsteuersätze in % (links)



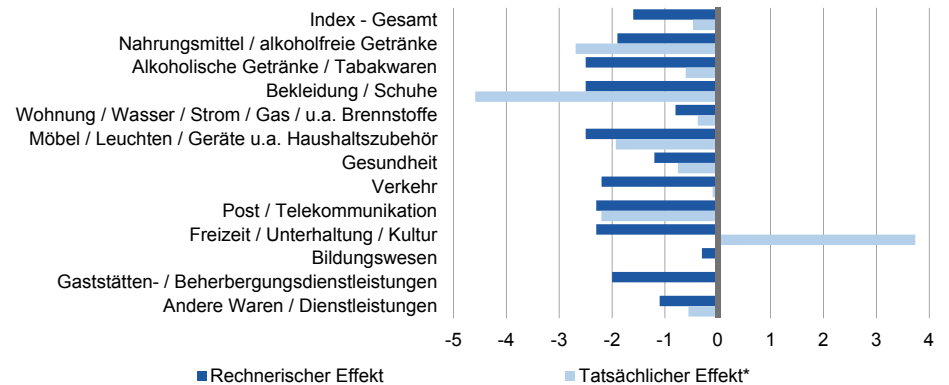
Quellen: Statistisches Bundesamt, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Auch wenn der tatsächliche Effekt der Mehrwertsteuersenkung nicht beobachtbar ist (die vollständige Weitergabe der Steuersenkung ist nicht gesetzlich vorgeschrieben), dürfte die Mehrwertsteuersenkung einen deutlichen preissenkenden Effekt auf die Inflationsrate gehabt haben (siehe Grafiken 10 und 11). Tatsächlich ist der Verbraucherpreisindex im Juli um 0,5% gegenüber dem Vormonat (und damit weniger stark als der rechnerische Effekt von 1,6%) zurückgegangen. Allerdings kann daraus nicht notwendigerweise geschlossen werden, dass die Produzenten nur einen geringen Teil der Preissenkungen an die Endverbraucher weitergegeben haben, da die einzelnen Preise üblicherweise mit einer gewissen Trendrate steigen und zudem andere Sondereffekte auf der Mikroebene auf die allgemeine Preisentwicklung einwirken könnten. Unterstellt man aber, dass die Preise unabhängig von der Mehrwertsteuersenkung im Juli 2020 mit einer gewissen Rate gestiegen wären (z.B. in Höhe der durchschnittlichen monatlichen Juli-Preissteigerungsrate der letzten fünf Jahre 2015-19), so zeigt sich, dass die Mehrwertsteuersenkung im Mittel des VPI zu einem großen Teil weitergegeben worden sein dürfte (siehe Grafik 12). Allerdings ist zu bedenken, dass die Ergebnisse einer auf Basis vergangener Durchschnittswerte basierenden Analyse in dem aktuell sehr unsicheren/volatilen und durch zahlreiche Sonderfaktoren geprägten Wirtschaftsumfeld nur eine grobe Indikation geben können.

VPI: Auswirkungen der Mehrwertsteuersenkung zum 1. Juli 2020 auf die Inflation

11

Effekte auf die Preisentwicklung, in Prozent



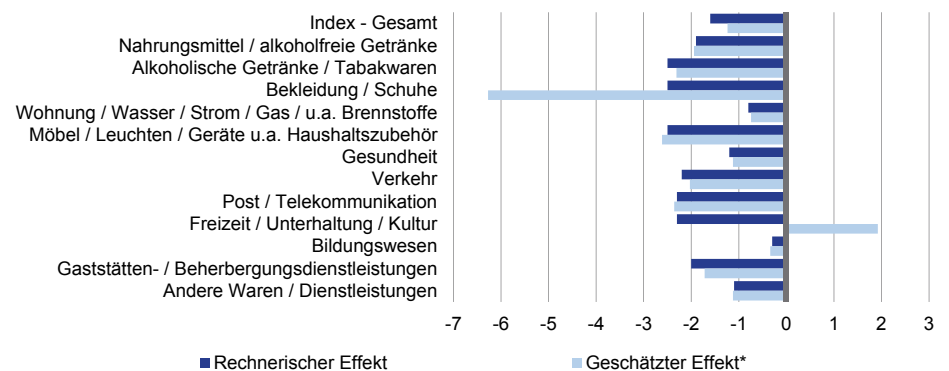
* Veränderungsrate des Preisindex es bzw. den entsprechenden Unterkomponenten des Preisindex zwischen Juni und Juli 2020

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

VPI: Auswirkungen der Mehrwertsteuersenkung zum 1. Juli 2020 auf die Inflation

12

Effekte auf die Preisentwicklung, in Prozent



* Berechnet unter der Annahme, dass sich die Preise im Juli 2020 mit der üblichen Juli-Monatsrate verändert hätten (hier approximiert anhand der durchschnittlichen monatlichen Juli-Veränderungsrate während des Zeitraums 2015 bis 2019)

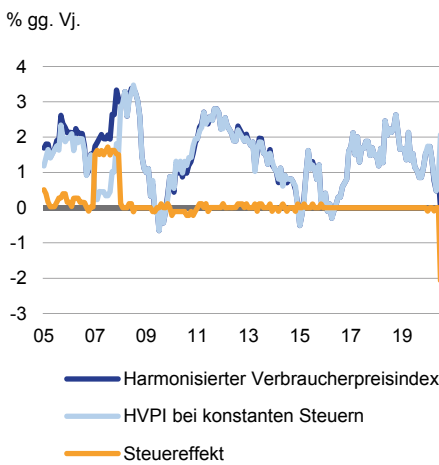
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

HVPI: Rechnerischer Mehrwertsteuereffekt auf die Inflation

13



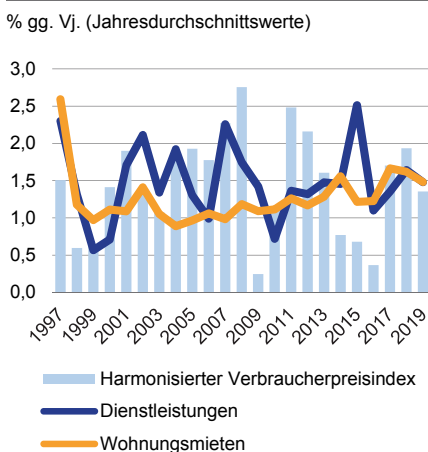
Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Schließlich berechnet Eurostat für den HVPI die „rechnerische“ Entwicklung der Verbraucherpreise, die sich bei konstanten Steuern ergeben hätte. Demnach dürfte die Mehrwertsteuersenkung die aktuelle Jahresveränderungsrate des HVPI im September 2020 um ca. 2,1 Prozentpunkte gedämpft haben. Mit anderen Worten: Ohne die Mehrwertsteuersenkung wäre die Inflationsrate im September (-0,4% gg. Vj.) nicht negativ gewesen, sondern hätte mit rund 1,7% im deutlich positiven Bereich gelegen (siehe Grafik 13). Der rechnerische Effekt der Mehrwertsteuersenkung fällt damit im HVPI noch etwas deutlicher aus als im nationalen VPI (rund 1,6 Pp.), was mit einer unterschiedlichen Gewichtung der einzelnen in die Warenkörbe einfließenden Güter und Dienstleistungen – und deren unterschiedlicher mehrwertsteuerlichen Behandlung (ermäßigter/normaler Satz bzw. steuerpflichtig/-befreit) – erklärt werden kann. Ein Großteil dieser Differenz kann schon alleine anhand der nicht mehrwertsteuerpflichtigen Wohnungsmieten erklärt werden. So gehen nämlich die Nettokaltmieten im VPI (festes Gewicht: Basisjahr 2015) mit einem deutlich höheren Gewicht von 19,6% ein als die gezahlten Wohnungsmieten im HVPI mit einem Anteil von 10,7% (dieser wird jährlich aktualisiert).

Leere Staatskassen könnten schon bald einen Preisschub bei staatlich administrierten Preisen auslösen

HVPI: Dienstleistungen und Mieten

14



Quellen: Haver Analytics, Eurostat, Deutsche Bank Research

Auch wenn die Inflationsrate kurz- bis mittelfristig schwach bleiben und die EZB zu weiteren Lockerungsmaßnahmen greifen dürfte, gehen von der ultra-expansiven Geld- und Fiskalpolitik tendenziell stark preistreibende Effekte aus – nur, dass diese nicht auf die Verbraucherpreise, sondern vielmehr auf die Vermögenspreise (Aktien, Immobilien) einwirken. Über diesen Kanal könnten sich die anhaltend kräftigen Preisanstiege bei Wohnimmobilien zu einem späteren Zeitpunkt (über höhere Mietpreise) stärker als bisher inflationssteigernd auswirken. Da die Mietpreisentwicklung im VPI (bzw. HVPI) jedoch auf Basis durchschnittlicher Bestandsmieten erhoben wird (und sich damit die preissteigernden Effekte von teureren Neuvermietungen in den begehrten Großstädten nur in begrenztem Umfang widerspiegeln, ist ein kräftiger Anstieg der amtlich gemessenen Mietpreise bislang (noch) ausgeblieben (siehe Grafik 14).

Im Gegensatz zu den Mieten könnten jedoch schon bald die staatlich administrierten Preise kräftiger nach oben klettern. Die Corona-Pandemie hat bei den Gemeinden, wie auch beim Bund, den Ländern und den Sozialversicherungskassen, zu enormen Einnahmeausfällen und Mehrausgaben geführt. Die Gemeinden wurden besonders heftig durch die staatlich angeordneten Lockdown-Maßnahmen im Frühjahr getroffen, da einerseits die stark konjunkturabhängigen Gewerbesteuererinnahmen (eine Haupteinnahmequelle der Kommunen) schlagartig weggebrochen sind und zum anderen die Ausgaben (insbesondere die Sozialausgaben) spürbar angestiegen sind. Hinzu kommen noch erhebliche Mindereinnahmen aufgrund gesunkener Gebühren und Beiträge (z.B. für Kindertagesstätten, Museen, Theater etc.). Ebenso ist der öffentliche Personennahverkehr aufgrund der sehr niedrigen Auslastungsraten (bei gleichzeitiger Aufrechterhaltung des regulären Fahrangebotes) finanziell stark belastet.

Zwar hat die Bund den Kommunen (zusammen mit den Ländern) im Rahmen des Konjunkturpakets substanzielle Finanzhilfen zur Bewältigung der Corona-Krise bereitgestellt (siehe Artikel zu den Öffentlichen Finanzen im [Ausblick Deutschland „Allmählich aus der Konjunkturschlucht“ \(1. Juli 2020\)](#), jedoch bleibt es fraglich, ob diese Hilfen ausreichen werden, um den teils erheblichen fiskalischen Konsolidierungsdruck über Einnahmenerhöhungen an anderen Stellen abzumildern (wie z.B. über höhere staatlich administrierte Preise). Laut Eurostat liegt der Anteil der staatlich administrierten Preise gegenwärtig (2020) bei ca. 12,4% vom gesamten HVPI-Warenkorb. Dieser Gesamtanteil ergibt sich

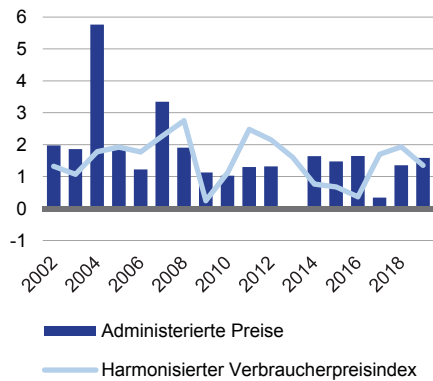


November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

HVPI: Administrierte Preise vs. Headline-Inflationsrate

15

% gg. Vj. (Jahresdurchschnittswerte)

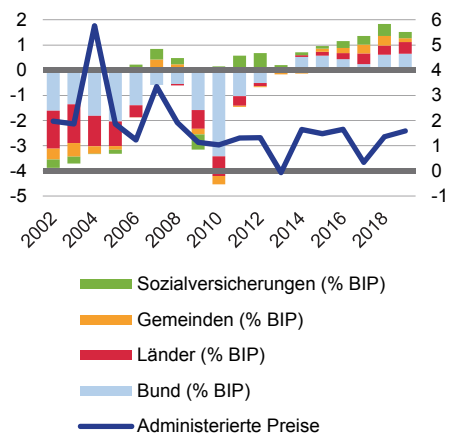


Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Administrierte Preise (HVPI) im Kontext der deutschen Staatsfinanzen (VGR)

16

Preisentwicklung in % gg. Vj. (rechts), Finanzierungssaldo (links)

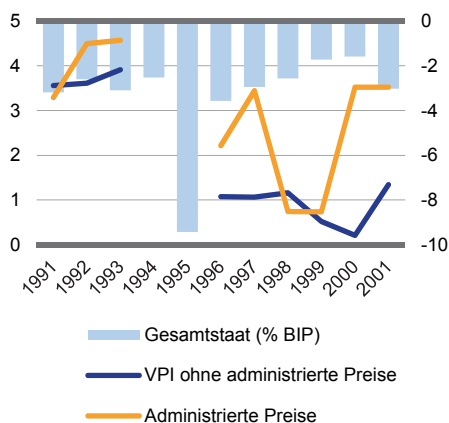


Quellen: Statistisches Bundesamt, Eurostat, Deutsche Bank Research

Staatshaushalt (VGR) vs. administrierte Preise (VPI)

17

Verbraucherpreisniveau in % gg. Vj. (links), Finanzierungssaldo in % vom BIP (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Sachverständigenratsgutachten, Deutsche Bank Research

aus den Gewichten für die direkt administrierten Preise (6,7%) und den teiladministrierten Preisen (5,7%). Zu den Waren und Dienstleistungen, deren Preise von staatlichen Stellen direkt administriert werden, gehören u.a. die Wasserversorgung/-entsorgung und Müllabfuhr, Verwaltungsgebühren, Krankenhausdienstleistungen, Kindergärten und Dienstleistungen für die Kinderbetreuung, der Personenverkehr oder Betreuungsdienstleistungen. Zu den Waren und Dienstleistungen, deren Preise teiladministriert werden, gehören u.a. Museen, Bibliotheken und zoologische Gärten, Zahndienstleistungen oder pharmazeutische Erzeugnisse.

Im Durchschnitt der letzten vier Jahre (2016-19) sind die administrierten Preise mit einer Steigerungsrate von 1,2% etwas weniger stark gestiegen als der VPI (1,3%). Im letzten Jahr war der Preisaufrieb bei diesen Gütern und Dienstleistungen (1,6%) hingegen etwas stärker als beim VPI (1,4%). Im September lag die Inflationsrate bei den staatlich administrierten Preisen jedoch mit 1,4% gg. Vj. deutlich über der allgemeinen Preisteuerungsrate (-0,4% gg. Vj.). Auch im Vergleichszeitraum Januar/September 2020 (gg. Januar/September 2019) fiel der Auftrieb bei den staatlich administrierten Preisen deutlich kräftiger aus als beim VPI (1,7% vs. 0,7%). Die Ursachen für diese zuletzt divergierenden Entwicklungen dürften im Wesentlichen daran liegen, dass viele staatlich administrierte Preisen von der Mehrwertsteuerpflicht befreit sind. Dies trifft u.a. auf Arzt- und Krankenhausdienstleistungen, Dienstleistungen in der Alten- und Behindertenpflege, Eintrittspreise für staatliche Theater, Orchester, Zoos, Museen sowie Abwasser- und Müllentsorgungsgebühren zu. As diesem Grund gab es bei diesen Gütern und Dienstleistungen logischerweise auch keinen nennenswerten Preisdämpfungseffekt durch die Mehrwertsteuersenkung im Juli. Aufgrund des geringen/nicht vorhandenen Wettbewerbs bei den administrierten Preisen – d.h. einer sehr niedrigen Preiselastizität der Nachfrage bzw. einer Elastizität von nahe null – dürften die Preise für administrierte Güter/Dienstleistungen in Zeiten einer gesamtwirtschaftlichen Nachfrageschwäche deutlich leichter angehoben werden als die nicht administrierten Preise. Ebenso dürfte von der Nachfrageschwäche kein Abwärtsdruck auf die administrierten Preise ausgehen – im Gegensatz zu den nicht administrierten Preisen.

Mit zunehmender Dauer der Corona-Wirtschaftskrise und den immer offener zutage tretenden finanziellen Lasten für die öffentlichen Haushalte (die Bundesregierung erwartet auf Basis der „Deutschen Haushaltsplanungen 2021“ für 2020 und 2021 hohe gesamtstaatliche Finanzierungsdefizite von 6 ¼% und 4 ¼% vom BIP) erscheint es aber nicht abwegig, dass schon bald die Preise für einige administrierte Güter und Dienstleistungen spürbar anziehen könnten. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass es in schlechten finanziellen Zeiten zu teils kräftigen Preissteigerungen bei den staatlich administrierten Preisen gekommen ist. So schossen z.B. die Preise für administrierte Güter/Dienstleistungen im Jahr 2004 deutlich in die Höhe, als der Staat ein deutliches Finanzierungsdefizit aufwies (siehe Grafiken 15 und 16). Auch in den 1990er Jahren, als die unmittelbaren Lasten der Wiedervereinigung geschultert werden mussten, war der Auftrieb der administrierten Preise in mehreren Jahren überdurchschnittlich hoch (siehe Grafik 17). Ein Gegenbeispiel dazu bildet jedoch die Zeit nach der globalen Finanzkrise (2010-14), als die staatlich administrierten Preise nur sehr moderat (von durchschnittlich 1,0%) und damit deutlich weniger stark als das allgemeine Preisniveau (ca. 1,6%) geklettert sind (siehe Grafik 15). Neben den leeren Kassen auf der Ebene der Gebietskörperschaften drohen von der schlechten Finanzlage der gesetzlichen Kranken- und Pflegeversicherung preissteigernde Effekte auf die administrierten Preise (über medizinische Dienstleis-

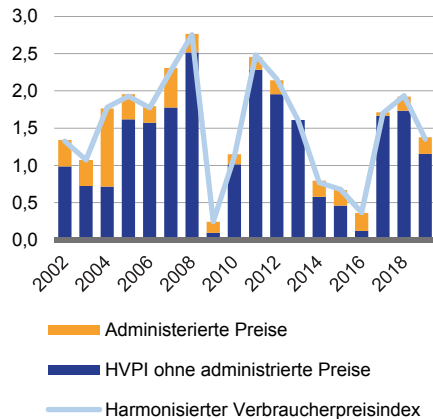


November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

HVPI: Beitrag der administrierten Preise zur Headline-Inflationsrate

18

% gg. Vj. bzw. Beiträge (Prozentpunkte gg. Vj.)



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

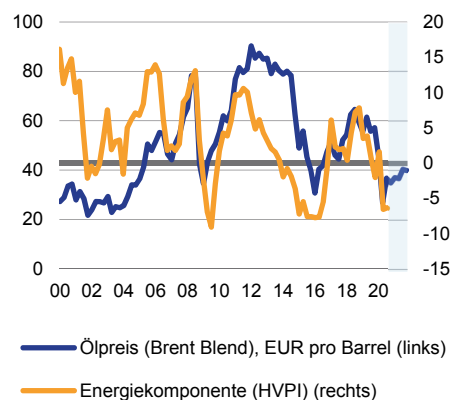
tungen) auszugehen. Auch der kürzlich beschlossene Tarifvertrag für den Öffentlichen Dienst, der u.a. die Pflegelöhne stark anhebt⁹ und für die Kommunen und den Bund über die gesamte Tariflaufzeit bis Ende 2022 mit Zusatzkosten von EUR 4,9 Mrd. bzw. EUR 1,2 Mrd. verbunden sein wird, könnte Druck auf die administrierten Preise ausüben. Die Krankenkassen haben bereits nach dem Tarifabschluss davor gewarnt, dass dieser sich noch verschärfend auf die Krankenkassenfinanzen auswirken wird. Bereits jetzt muss die Gesetzliche Krankversicherung auf ihre Finanzreserven zurückgreifen und die Zusatzbeitragssätze anheben (der durchschnittliche Zusatzbeitragssatz steigt 2021 um 0,2 Pp.). Die höheren Kosten für die Pflege dürften wohl hauptsächlich in Form höherer Eigenanteile auf die Pflegebedürftigen überwältigt werden (siehe FAZ vom 27. Oktober 2020). Auch wenn tatsächlich ein deutlicher Auftrieb bei den administrierten Preisen einsetzen würde, dürfte sich der davon ausgehende Gesamteffekt auf die Inflationsrate – bei nicht allzu heftigen Preiserhöhungen – aufgrund des relativ moderaten Gewichtes im Warenkorb in Grenzen halten. Sollten die administrierten Preise aber deutlich höhere jährliche Preissteigerungsraten aufweisen – so wie z.B. zuletzt im Jahr 2004 in Höhe von +5,8% (siehe Grafik 18) – könnte diese die deutsche Inflationsrate mit rund 0,7 Prozentpunkten spürbar nach oben ziehen.

Inflationsausblick 2020-22

HVPI: Energiekomponente dürfte mit höheren Ölpreisnotierungen künftig wieder anziehen

19

% gg. Vj.



Quellen: Eurostat, WEFA, Deutsche Bank Research

In diesem Jahr dürfte die Headline-Inflationsrate (VPI) vor allem durch die niedrigen Energiepreise und die temporäre Mehrwertsteuersenkung nach unten gezogen werden. Die Energiekomponente dürfte unseren Schätzungen nach im Jahresdurchschnitt um knapp 5% sinken (z. Vgl. 2019: +1,3%) und damit die Headline-Inflationsrate im Jahr 2020 um ca. ½ Prozentpunkt drücken (siehe Grafik 20). Dieser preisdämpfende Effekt dürfte den durch höhere Nahrungsmittelpreise ausgelösten Preissteigerungseffekt von ca. 0,2 Prozentpunkten deutlich überwiegen. Schließlich dürfte auch die Kerninflationsrate deutlich nachgeben (von 1 ½% im Jahr 2019 auf nur noch rund 1% in diesem Jahr). Die Mehrwertsteuersenkung im Juli dürfte – bei einer vollständigen und unmittelbaren Weitergabe an die Verbraucher – rein rechnerisch die VPI-Inflationsrate im Jahresdurchschnitt um ca. einen vollen Prozentpunkt senken. Zu einer ähnlichen Einschätzung gelangt auch die Deutsche Bundesbank mit Blick auf den HVPI (siehe Monatsbericht Juni). Der tatsächliche Effekt der Mehrwertsteuersenkung dürfte aber wohl niedriger ausfallen. Unter der Annahme einer hälftigen Weitergabe dürfte diese die Jahresinflationsrate dennoch um etwa 0,6 Pp. dämpfen.

Im nächsten Jahr dürften sich die Vorzeichen entsprechend umkehren. Höhere Energiepreise (2021P: +1% bzw. Beitrag zur Inflation von rund 0,1 Pp.) (siehe Grafiken 19 und 20) sowie die Rücknahme der Mehrwertsteuersenkung zum 1. Januar 2021 (geschätzter Effekt: +0,8 Pp. bzw. +0,4 Pp. bei einer vollständigen bzw. hälftigen Weitergabe) dürften in der Summe zu einer deutlich höheren Headline-Inflationsrate führen. Zudem gehen von dem im letzten Jahr beschlossenen Klimapaket preisstärkende Effekte aus. Die von der geplanten CO₂-Bepreisung (in den Sektoren Transport/Gebäude) ausgehenden Preissteigerungen dürften die von der Absenkung der EEG-Umlage ausgehenden Preissenkungseffekte (niedrigere Strompreise) überwiegen. Die Deutsche Bundesbank erwartet in der Summe der beiden Maßnahmen einen preisstärkenden Nettoeffekt von ca. 0,3 bzw. 0,2 Prozentpunkten im Jahr 2021 bzw. 2022.¹⁰

Aufgrund der strukturell dämpfenden Faktoren auf die Preisentwicklung (Rezession, Unterauslastung der Produktionskapazitäten, Lohn- und Kaufzurückhaltung) dürfte die Inflationsrate im nächsten Jahr aber dennoch recht moderat

⁹ Die Gehälter für Pflegekräfte sollen demnach über neue und höhere Zulagen um bis zu 10% steigen.

¹⁰ Siehe Fußnote auf Seite 27 im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom Juni 2020.

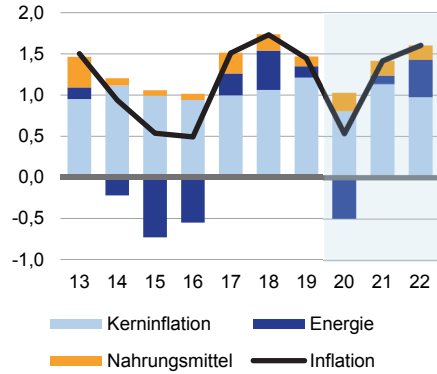


November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

VPI: Inflationsausblick 2020-22

20

Wachstumsbeiträge zur jahresdurchschnittlichen Inflationsrate, Prozentpunkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

ausfallen. So erwarten wir nach einem Rückgang der Inflationsrate (VPI) auf rund 0,5% im Jahr 2020 einen Anstieg auf 1,4% bzw. 1,6% im Jahr 2021 bzw. 2022 (siehe Grafik 20). Diese Einschätzung basiert u.a. auf der Annahme, dass die Kerninflation in den kommenden beiden Jahren mit 1,4% bzw. 1,2% wieder etwas höher liegen dürfte als in diesem Jahr (rund 1%). Hauptausgangspunkt für den erwarteten Anstieg der VPI-Inflationsrate im Jahr 2022 dürften die dann wieder steigenden Energiepreise sein.

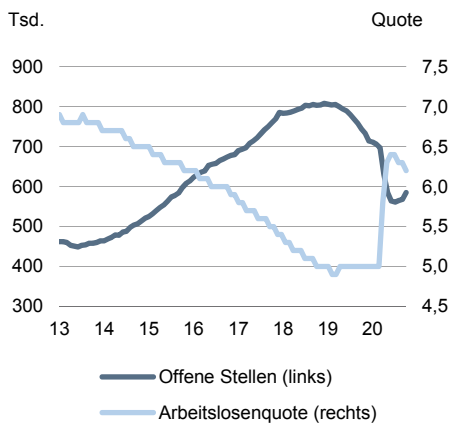
Mittel- bis langfristig, d.h. für die Zeit nach 2023, könnten jedoch neue Preisgefahren drohen. So könnte z.B. ein nachlassender Wettbewerbs- und Preisdruck – vor dem Hintergrund einer möglichen Zunahme der Marktkonzentration (Stichwort: mögliche Pleitewelle) – preissteigernd wirken. Aber auch eine abrupte mögliche Entladung der derzeit aufgestauten Nachfrage könnte zumindest temporär in manchen Bereichen zu kräftigen Preissteigerungen führen. Ebenso gehen von der ultra-expansiven Geld- und Fiskalpolitik tendenziell höhere Preisgefahren aus.

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



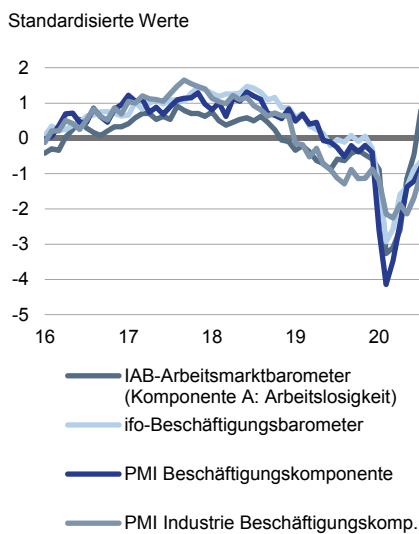
Deutscher Arbeitsmarkt vor schwierigem Winter

Deutscher Arbeitsmarkt stabilisierte sich in Q3



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Vorlaufende Arbeitsmarktindikatoren spiegeln den jüngsten Anstieg der Corona-Infektionen noch nicht wieder



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

Der deutsche Arbeitsmarkt konnte sich bis in den Herbst hinein einer Stabilisierung erfreuen. Die Arbeitslosenzahl ging im Oktober vergleichsweise kräftig um 35 Tsd. (rev. Sep: -10 Tsd., Aug: -11 Tsd.) zurück und spiegelt die außergewöhnlich dynamische Konjunkturerholung während der Sommermonate wider, die nun aber hinter uns liegt. Trotz der günstigen Entwicklung lag die Erwerbstätigenzahl (Sep: -1,4% gg. Vj.) wie auch die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung (Aug: -0,3% gg. Vj.) nach dem jeweils letzten Datenstand noch deutlich unter Vorjahresniveau.

Der starke Anstieg der Corona-Infektionen und die sich abzeichnenden wirtschaftlichen Folgen lassen in den kommenden Monaten eine Verschlechterung der deutschen Arbeitsmarktlage erwarten. Sowohl die freiwillige als auch die vorgeschriebene soziale Distanzierung – Stichwort „Lockdown light“ – dürften insbesondere für die personenbezogenen Dienstleistungsunternehmen belastend wirken. Das gilt umso mehr, als die jüngsten Regierungsmaßnahmen insbesondere auf das Gastgewerbe sowie den Kultur- und Freizeitbereich abzielen, aber auch der stationäre Handel dürfte erneut von der aktuellen Pandemiesituation in Mitleidenschaft gezogen werden.

Daher sollten insbesondere die zuletzt noch aufwärtsgerichteten Beschäftigungssignale aus dem Dienstleistungssektor (PMI) nicht überinterpretiert werden. Gleiches gilt für die jüngsten Resultate der vorlaufenden Arbeitsmarktindikatoren von ifo und IAB. Zwar signalisieren sie im Oktober noch eine stabile Arbeitsmarktsituation für die kommenden Monate, jedoch ging ein maßgeblicher Teil des Befragungsrücklaufs bereits vor dem kräftigen Anstieg der Corona-Infektionen ein. Trotz einer Erholung in der deutschen Industrie, die sich hauptsächlich auf die wiedererstarke globale Nachfrage stützt, überwiegt hier weiterhin der Stellenabbau. Die Beschäftigungskomponente des Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie liegt nun schon über 20 Monate kontinuierlich im kontraktiven Bereich.

Angesichts des gesamtwirtschaftlichen Ausblicks ist in den noch verbleibenden zwei Monaten des Jahres 2020 ein Anstieg der saisonbereinigten Arbeitslosenzahl um insgesamt etwa 30.000 Personen zu erwarten. Ursächlich dafür dürften sowohl höhere Zugänge aus Erwerbstätigkeit und Ausbildungsverhältnissen sein, wie auch eine geringere Zahl an Abgängen aus der Arbeitslosigkeit.

Unabhängig von der Entwicklung in den Unternehmen könnten in den kommenden Wochen entlastende arbeitsmarktpolitische Maßnahmen infolge von notwendigen Kontaktbeschränkungen zurückgefahren werden, wie dies bereits in Q2 zu beobachten war. Ein solcher Sondereffekt hätte das Potenzial, die Arbeitslosenzahl bis zum Jahresende 2020 um etwa 50.000 Personen zu erhöhen. Gleichwohl dürfte die Zunahme schwächer ausfallen, als von April bis Juni (+193.000) zu beobachten war, da bei den arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen zusehends auf virtuelle Formate zurückgegriffen wird.

Der viel zitierte Einsatz von Kurzarbeit half bisher, den Anstieg der Arbeitslosigkeit zu begrenzen. Vor allem die Erholung in den verschiedenen Industriezweigen dürfte davon profitiert haben, dass qualifiziertes Personal quasi auf Abruf zur Verfügung stand. Nach jüngsten Schätzungen des ifo Instituts dürfte die Zahl der Beschäftigten in Kurzarbeit bis Oktober auf 3,3 Mio. (Sep: 3,7 Mio.) zurückgegangen sein. Diese Zahl würde aber immer noch 10% der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten in Deutschland entsprechen. Rückblickend besteht eine gewisse Diskrepanz zwischen den ifo Nowcast-Schätzungen und den BA-Hochrechnungen, die andererseits immer nur mit zweimonatiger Verzögerung vorliegen. Dabei basieren die ifo-Schätzungen auf der monatlichen Konjunkturumfrage, die aber nicht zwischen den verschiedenen Formen der Kurzarbeit



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

unterscheidet, während die Hochrechnungen der BA nur die konjunkturelle Kurzarbeit berücksichtigen.

Die sektorale Aufschlüsselung der ifo-Ergebnisse zeigt, dass im Oktober gut 29% (330 Tsd.) der Beschäftigten in der Metallindustrie nach wie vor in Kurzarbeit waren, gefolgt vom Maschinenbau: 29% (320 Tsd.) und der Elektrotechnik: 23% (185 Tsd.). Mit den erneuten Beschränkungen, die insbesondere auf das Gastgewerbe ausgerichtet sind, dürfte die Zahl der Kurzarbeiter hier von geschätzt rund 286 Tsd. im (Okt.) wieder ansteigen. Das ifo-Institut weist darauf hin, dass die Schätzungen zur Kurzarbeit im Handel, im Baugewerbe und bei den sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen im rückblickenden Vergleich mit den verfügbaren Branchendaten der BA überzeichnet waren. Die Ergebnisse für das Verarbeitende Gewerbe entsprachen im Großen und Ganzen jedoch den Hochrechnungen der BA.

Aufgrund des nun gedämpfteren Wachstumsausblicks für das Jahr 2021 dürften die Unternehmen im Allgemeinen zurückhaltend bei Neueinstellungen bleiben. Trotz anhaltend lockerer Zugangsregelungen zur Kurzarbeit könnten sich zudem in verschiedenen Branchen Geschäftsmodelle mittelfristig als obsolet erweisen und zu weiteren Entlassungen führen. Mit dem Wiederinkrafttreten der Insolvenzantragspflicht ist im kommenden Jahr mit einer steigenden Zahl von Anzeigen vor allem kleiner Unternehmen zu rechnen. Auch dies wird nicht spurlos am Arbeitsmarkt vorübergehen. In der Summe dieser Effekte rechnen wir für das Jahr 2021 gegenwärtig nicht mit einem Rückgang der Arbeitslosenquote, sondern mit einem Anstieg auf 6,5%, nach 6% im Jahr 2020.

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

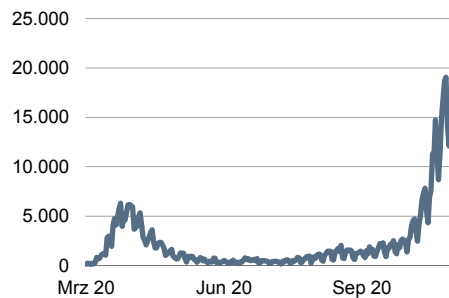


Deutsches Gesundheitswesen auf Engpässe vorbereiten – Risikogruppen besser schützen

Aufwärtstrend

1

Zahl der täglichen COVID-19-Neuinfektionen in Deutschland

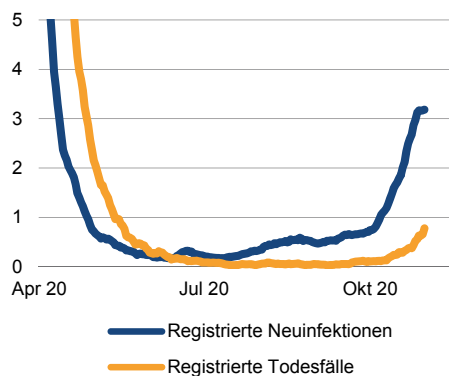


Quelle: RKI

Noch relativ geringes Wachstum bei Todesfällen

2

Kumulierte COVID-19-Neuinfektionen und Todesfälle in Deutschland, % gg. Vortag*



* Basierend auf gleitendem 7-Tagesdurchschnitt

Quelle: WHO

- Aufgrund der steigenden Zahl an Neuinfektionen mit COVID-19 sowie des diffuseren Infektionsgeschehens gelingt es vielen Gesundheitsämtern bereits heute nicht mehr, Infektionsketten nachzuverfolgen und treffsichere Quarantänevorgaben auszusprechen. Dies ist auch ein Grund für den Lockdown light im November. Eine personelle Aufstockung des öffentlichen Gesundheitsdienstes ist angezeigt und wird von der Politik bereits umgesetzt. Das stärkere Nutzen der Corona-Warn-App sowie mehr Eigenverantwortung der Bürger bei der Nachverfolgung von Infektionsketten würden helfen, die Gesundheitsämter zu entlasten.
- Die Situation in den Krankenhäusern ist derzeit noch etwas entspannter. Aktuell sind weniger COVID-19-Patienten in intensivmedizinischer Behandlung als in der Spitze im April. Selbst bei 25.000 Neuinfektionen pro Tag sollten die Krankenhäuser im Durchschnitt nicht an ihre Kapazitätsgrenze stoßen. Gleichwohl sind regionale Engpässe nicht auszuschließen und werden wahrscheinlicher. Diese könnten insbesondere durch einen Mangel an Pflegepersonal verursacht werden, vor dem immer häufiger gewarnt wird. Das Vorhalten freier Kapazitäten und die Koordination zwischen einzelnen Krankenhäusern ist eine Strategie, dies zu vermeiden. Die Krankenhäuser planen bereits, Personal aus anderen Bereichen für die Intensivstationen abzustellen. Zudem plädiert die Deutsche Interdisziplinäre Vereinigung für Intensiv- und Notfallmedizin (DIVI) dafür, den Regelbetrieb der Krankenhäuser in Regionen auszusetzen, wo das Infektionsgeschehen besonders intensiv ist. Ab einer Schwelle von 400.000 offiziell akut Infizierten könnten sich deutliche Engpässe in den Intensivstationen der deutschen Krankenhäuser bilden; aktuell gibt es 178.000 akut Infizierte (3. November).
- Die Zahl der Neuinfektionen als Maßstab für die Schwere der Corona-Krise sollte hinterfragt werden. Mindestens genauso wichtig erscheint es uns, auf die Zahl der Intensivpatienten und freien Kapazitäten zu achten. Da wir lernen müssen, mit der Existenz des Coronavirus zu leben, geht es letztlich in erster Linie darum, schwere Krankheitsverläufe und Todesfälle zu verhindern. Dagegen sind symptomfreie Infektionen für die Betroffenen eher unproblematisch, wenngleich sie natürlich andere Menschen anstecken können.
- Die Zahl der Intensivpatienten kann durch einen noch besseren Schutz der Risikogruppen klein gehalten werden. Wenn dies gelingt, können auch die einschränkenden Corona-Maßnahmen sowie die wirtschaftlichen Schäden so gering wie möglich ausfallen. Eine Verlängerung des Lockdowns über den November hinaus könnte so verhindert werden.

Überforderung des Gesundheitswesens bislang ausgeblieben

Seit Beginn der Corona-Krise ist es ein wesentliches politisches Ziel, eine Überlastung des deutschen Gesundheitswesens zu vermeiden. Die Lockdown-Maßnahmen im Frühjahr 2020 wurden ergriffen, um das zwischenzeitlich exponentielle Wachstum bei den COVID-19-Neuinfektionen zu stoppen. So wurde Zeit gewonnen, um die Intensivstationen in Krankenhäusern auf die Behandlung von schwer erkrankten Corona-Patienten vorzubereiten, um Hygienemaßnahmen (nicht nur) in Krankenhäusern sowie Senioren- und Pflegeheimen umzusetzen oder um die Fähigkeit der Gesundheitsämter zu stärken, Infektionsketten besser nachzuverfolgen. Die sogenannte Corona-Obergrenze von 50 Neuinfektionen pro 100.000 Einwohner innerhalb von sieben Tagen wurde auch deshalb eingeführt, weil die Gesundheitsämter bis zu diesem Grenzwert grundsätzlich recht



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

gut in der Lage sein sollten, lokale Infektionsketten nachzuverfolgen und Quarantänevorgaben gezielt auszusprechen und durchzusetzen. Der kürzlich beschlossene Lockdown light für den Monat November wurde mit ähnlichen Argumenten begründet.

Bislang konnte eine Überforderung des deutschen Gesundheitssystems in der Corona-Krise verhindert werden. Angesichts des starken Anstiegs bei den COVID-19-Neuinfektionen der letzten Wochen und des nun weit diffuseren Infektionsgeschehens rückt jedoch die Frage wieder verstärkt in den Vordergrund, ob das deutsche Gesundheitssystem leistungsfähig genug ist, um auch die zweite Corona-Welle bewältigen zu können. Wie stellt sich die Situation heute im Vergleich zum Frühjahr 2020 dar? Welche Kennzahlen sind hier relevant? Ab wann könnte das Gesundheitssystem – regional oder überregional – an seine Grenzen stoßen? Welche vorbeugenden Maßnahmen erscheinen sinnvoll?

Kapazitäten der Gesundheitsämter sowie der Krankenhäuser maßgeblich für Bewältigung der Corona-Krise

Für die Leistungsfähigkeit des Gesundheitssystems im Kampf gegen das Coronavirus sind im Wesentlichen zwei Parameter maßgeblich. Dies sind zum einen die personellen und technischen Kapazitäten der Gesundheitsämter. Sie bestimmen darüber, wie verlässlich Infektionsketten nachverfolgt, Quarantäneregeln ausgesprochen und kontrolliert oder Hygienekonzepte etwa in Unternehmen oder bei Veranstaltungen umgesetzt werden können. Zum anderen sind die Kapazitäten der Krankenhäuser wichtig. Dies gilt insbesondere für die Verfügbarkeit von Intensivbetten, Schutzausrüstung und entsprechend qualifiziertem Personal.

Gesundheitsämter: Nachverfolgung der Infektionsketten wird deutlich schwieriger

In den letzten Wochen sind immer mehr Landkreise und kreisfreie Städte über die Corona-Obergrenze von 50 Neuinfektionen pro 100.000 Einwohner innerhalb von sieben Tagen gerutscht. Am aktuellen Rand liegen 365 Kreise über dieser Grenze. Darunter sind 228 Landkreise bzw. Städte, wo die 7-Tage-Inzidenz sogar den Wert von 100 übersteigt (Stand: 03. November 2020). Wie gut die Kontaktnachverfolgung durch die jeweiligen Gesundheitsämter gelingt, hängt von zwei Aspekten ab:

1. Relevant ist einerseits das Verhältnis der Einwohnerzahl pro Landkreis bzw. pro kreisfreier Stadt zur Zahl der Beschäftigten im öffentlichen Gesundheitsdienst, die für die Kontaktnachverfolgung eingesetzt werden können. Hierzu liegen uns keine Statistiken vor, aber die Unterschiede zwischen einzelnen Kreisen dürften groß ausfallen. So hat der Main-Kinzig-Kreis in Südhessen etwa 420.000 Einwohner. Wenn hier die 7-Tage-Inzidenz bei 100 Fällen liegt, müssen in der betreffenden Woche die Kontakte von etwa 420 Menschen nachverfolgt werden. Der mittelhessische Vogelsbergkreis hat dagegen lediglich 105.000 Einwohner. Bei einer Inzidenz von 100 müssten hier lediglich die Kontakte von 106 Personen untersucht werden. Wir haben keine Auskunft erhalten über die Zahl der Mitarbeiter in den Gesundheitsämtern, die für die Nachverfolgung der Infektionsketten zuständig sind. Die Voraussetzungen hierfür dürften jedoch stark variieren.
2. Andererseits ist es bedeutsam, um welche Art von Infektionsgeschehen es sich handelt. Bei einem lokal konzentrierten Ausbruch (etwa in einem Alters- oder Pflegeheim, einer Flüchtlingsunterkunft oder einer Arbeitsstätte) fällt es



grundsätzlich leichter, den Kreis der Kontaktpersonen einzugrenzen und gezielte Quarantänevorschriften auszusprechen. In den letzten Monaten war es immer wieder zu solchen Ausbrüchen gekommen, die jedoch durch gezielte Maßnahmen schnell wieder unter Kontrolle gebracht werden konnten. In den letzten Wochen ist das Infektionsgeschehen in Deutschland jedoch deutlich diffuser geworden, was die Nachverfolgung der Kontakte erschwert. Kanzlerin Merkel hatte bei der Pressekonferenz in der letzten Woche ausgeführt, dass bei 75% aller Neuinfektionen derzeit nicht mehr festgestellt werden kann, wo die Infektion stattgefunden hat. Zu dem diffuseren Infektionsgeschehen haben u.a. Feiern (jüngerer Menschen) im privaten Umfeld beigetragen. Besonders schwierig wird die Nachverfolgung der Kontakte, wenn ein großer Teil der Infizierten keine oder nur milde Symptome aufweist und damit das Virus, ohne es zu bemerken, an andere Menschen überträgt. Oftmals ist es für Infizierte dann überhaupt nicht mehr möglich, alle Kontaktpersonen zu benennen. Ohnehin gibt es eine große Varianz hinsichtlich der Zahl der Kontaktpersonen. Eine Umfrage von WDR, NDR und Süddeutscher Zeitung¹¹ unter deutschen Gesundheitsämtern kam im Sommer 2020 zum Ergebnis, dass jeder Infizierte im Durchschnitt etwa fünf Kontaktpersonen der Kategorie 1 hatte.¹² Dabei hatten einzelne Gesundheitsämter jedoch von bis zu 80 Kontaktpersonen pro Infiziertem berichtet. Überträgt man die durchschnittliche Zahl an Kontaktpersonen auf den Landkreis mit der aktuell höchsten 7-Tage-Inzidenz (Rottal-Inn: 312,8), dann müssten dort gut 1.560 Kontakte pro Woche nachverfolgt werden.

Viele Gesundheitsämter bereits überlastet

Aufgrund der absolut steigenden Fallzahlen und wegen des diffuseren Infektionsgeschehens arbeiten viele Gesundheitsämter an der Kapazitätsgrenze oder sind bereits überlastet. Die Nachverfolgung der Infektionsketten verzögert sich. Dies beschleunigt das Infektionsgeschehen, weil infizierte Personen ohne Symptome nicht in Quarantäne geschickt werden.

Diese Entwicklung ist der wesentliche Grund für den neuerlichen Lockdown. Schon zuvor hatte die Politik eine strengere Maskenpflicht ausgesprochen, die Teilnehmerzahlen bei privaten Feiern und Veranstaltungen begrenzt, Sperrstunden in der Gastronomie verhängt und allgemein die Menschen aufgefordert, die privaten Kontakte wieder einzuschränken und möglichst zu Hause zu bleiben.

Solange das Infektionsgeschehen unverändert intensiv bleibt, ist nicht mit einer schnellen Entlastung der Gesundheitsämter und daher auch nicht mit einer generellen Kehrtwende bei den politischen Vorsichtsmaßnahmen zu rechnen; auch in der Zeit nach November werden einschränkende Maßnahmen bestehen bleiben. Zwar gibt es Kritik an der Art und Weise der Krisenkommunikation der Bundesregierung. Zudem verlangen Vertreter aller Parteien wieder mehr Macht für die Parlamente. Aber eine weitgehende Lockerung der oben skizzierten Maßnahmen ist nur dann zu erwarten, wenn die 7-Tage-Inzidenzen lokal wieder dauerhaft unter 50 bzw. 35 fallen und wenn die Gesundheitsämter wieder besser in der Lage sind, Infektionsketten nachzuverfolgen.

Der erneute Lockdown führt in den betroffenen Sektoren zu erheblichen wirtschaftlichen Einbußen, wenngleich staatliche Hilfsprogramme bei Unternehmen bis 50 Mitarbeiter die Umsatzausfälle zu 75% des Vorjahresmonats kompensieren. Dies gilt beispielsweise für Hotellerie und Gastronomie. Zwar haben Hotels und Restaurants in den letzten Monaten umfangreiche Hygienemaßnahmen umgesetzt. Zudem entfällt laut Robert-Koch-Institut nur ein sehr kleiner Teil der

¹¹ Vgl. tagesschau.de (2020). Fünf Kontaktpersonen pro Corona-Infiziertem.

¹² Damit sind Menschen gemeint, mit denen ein enger Kontakt (weniger als 1,5 Meter) für mehr als 15 Minuten bestand oder mit denen man sich unabhängig vom Abstand für mehr als 30 Minuten zusammen in einem Raum mit hoher Konzentration an infektiösen Aerosolen aufgehalten hat.



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

identifizierten Infektionen auf Übernachtungen in Hotels und Besuche in Speisegaststätten. Dennoch dürften diese Betriebe in den kommenden Wochen – also auch über den November hinaus – unter einer stark sinkenden Nachfrage leiden. Das wichtige vorweihnachtliche Geschäft dürfte jedenfalls enttäuschend ausfallen, wenn die Lockdown-Maßnahmen im November das Infektionsgeschehen nicht stark ausbremsen. Clubs und Bars sind unabhängig vom Lockdown noch stärker betroffen, weil hier das Abstandsgebot auch nach Wiedereröffnung schwerer umzusetzen ist als etwa in Restaurants.

Personelle Aufstockung der Gesundheitsämter und Schutz der Risikogruppen

Die Politik ist bestrebt, die Leistungsfähigkeit der Gesundheitsämter zu steigern. Dies ist gut investiertes Geld. So heißt es im Beschluss der Bund-Länder-Konferenz von Mitte Oktober hinsichtlich der personellen Aufstockung des öffentlichen Gesundheitsdienstes: „Dabei kommt die Abordnung aus anderen Verwaltungsbereichen genauso infrage, wie die Schulung und der Einsatz von Studierenden oder anderen Freiwilligen.“ Zudem haben viele Landkreise bereits die Bundeswehr gebeten, die lokale Kontaktnachverfolgung zu unterstützen. Dazu heißt es im oben genannten Beschluss: „Kurzfristig ist die Bundeswehr in der Lage, mit bis zu 5.000 Kräften und in wenigen Wochen mit bis zu 15.000 Kräften Unterstützung zu leisten.“

Ferner wäre es hilfreich für das Aufspüren von Infektionsketten, wenn noch mehr Menschen die Corona-Warn-App nutzten und nachgewiesene Infektionen auch tatsächlich eingetragen würden. Inzwischen gibt es bereits mehr als 21 Mio. Downloads dieser App. Bis 28. Oktober hatten knapp 30.000 Nutzer ein positives Testergebnis über die App geteilt; das entspricht gut 10% aller Infektionen seit Start der App Mitte Juni. Fraglich ist, ob neue Funktionen der App (z.B. Erläuterung von Krankheitssymptomen, um Warnungen zu konkretisieren) von den Nutzern angenommen werden. Dennoch: Mehr Eigenverantwortung der Bürger ist auch ohne Corona-Warn-App hilfreich. So könnten die Menschen ihre jüngsten Kontaktpersonen ganz traditionell per Telefon oder Textnachricht informieren, wenn sich herausstellt, dass sich unter ihren eigenen Kontakten jemand mit Corona infiziert hat. In diesen Fällen sollte dann auch temporär auf weitere Kontakte verzichtet werden, unabhängig von Lockdown-Maßnahmen. Ein Großteil der Bevölkerung dürfte ein solches Vorgehen unterstützen, die sich letztlich aus dem gesunden Menschenverstand ableitet.

Neben einer Stärkung des öffentlichen Gesundheitsdienstes ist es gerade in Zeiten mit diffusem Infektionsgeschehen wichtig, Risikogruppen für eine schwere Erkrankung an COVID-19 zu schützen. Denn letztlich gilt es, schwere Krankheitsverläufe und Todesfälle zu verhindern, während symptomfreie Infektionen für die Betroffenen selbst eher unproblematisch sind. Die Hygienevorschriften für Beschäftigte und Besucher in Krankenhäusern, Alten- und Pflegeheimen sind daher in jedem Fall einzuhalten und ggf. zu verschärfen. Eine komplette soziale Isolierung von Bewohnern von Pflege- und Altersheimen sollte dabei allerdings möglichst vermieden werden, denn auch sie führt zu gesundheitlichen Schäden. Der Beschluss der Bund-Länder-Konferenz vom 28. Oktober betont dabei die Rolle von Schnelltests: „Die verfügbaren Schnelltests sollen jetzt zügig und prioritär in diesem Bereich eingesetzt werden, um auch bei steigenden Infektionszahlen einen bestmöglichen Schutz zu gewährleisten und sichere Kontakte zu ermöglichen.“ Die Kosten für diese Tests trägt der Bund.

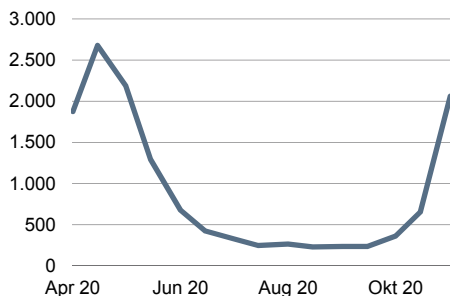
Zwischenfazit: In den kommenden Wochen dürften viele Gesundheitsämter über ihrer Kapazitätsgrenze belastet sein. Die personelle und technologische Stärkung des öffentlichen Gesundheitsdienstes ist daher angezeigt und wird von der Politik bereits umgesetzt. Sind die Gesundheitsämter wieder besser in der Lage, lokale Infektionsketten nachzuverfolgen, können einschränkende Maßnahmen verkürzt oder zielgerichteter ausgesprochen werden. Eine Verlängerung des



Wieder mehr Intensivbetten belegt

3

Zahl der COVID-19-Patienten in intensivmedizinischer Betreuung



Quelle: DIVI

Situation in den Krankenhäusern noch etwas entspannter, aber höhere Auslastung programmiert

Zuletzt waren in Deutschland 2.388 COVID-19-Patienten in intensivmedizinischer Behandlung. Das sind gut 1,3% aller Infizierten, die das RKI offiziell ausweist (jeweils Stand: 03. November 2020). Die Zahl der Intensivpatienten ist in den letzten Wochen stetig gestiegen. So wurden in den Sommermonaten über mehrere Wochen lediglich etwa 250 COVID-19-Patienten intensivmedizinisch behandelt. Der bisherige Höhepunkt datiert auf den 18. April mit über 2.900 Corona-Intensivpatienten. Das heißt: Obwohl wir aktuell deutlich mehr aktiv Infizierte feststellen als im Frühjahr, liegt die Zahl der Intensivpatienten noch immer spürbar unter dem Höchstwert von April. Gründe hierfür sind, dass sich im Durchschnitt inzwischen mehr Jüngere infizieren als zu Beginn der Krise. Bei älteren Menschen ist das Risiko deutlich größer, intensivmedizinisch betreut werden zu müssen. Zudem dürften damals viele symptomfreie Fälle bei Jüngeren nicht entdeckt worden sein, weshalb die Zahl der akut Infizierten im März/April höher war als offiziell ausgewiesen.

Die Zahl der Intensivpatienten folgt der Zahl der Neuinfektionen mit einer gewissen Zeitverzögerung. Beispielsweise lag der 18. April zwei bis drei Wochen hinter dem damaligen Peak bei den täglichen Neuinfektionen. Allerdings gab es schon Anfang April ähnlich viele Intensivpatienten wie heute (die Grenze von 2.000 Intensivpatienten wurde Anfang April überschritten). Damals kam es relativ früh zu Infektionen in Alten- und Pflegeheimen, weshalb auch die Todesfallzahlen recht schnell angestiegen waren. Ein ähnliches Muster war übrigens auch in den europäischen Nachbarländern zu beobachten, wo die Todesfallzahlen im Zusammenhang mit Corona im März/April deutlich höher waren als jetzt.

Aufgrund der geschilderten Zeitverzögerung zwischen Neuinfektion und eventuell notwendiger intensivmedizinischer Betreuung ist damit zu rechnen, dass die Zahl der Intensivpatienten in den kommenden Tagen/Wochen weiter steigen wird. Dies setzt die Krankenhauskapazitäten unter Druck. Gleichwohl sind noch immer etwa 25% aller Intensivbetten in Deutschland nicht belegt. Dieser Anteil ist erst in den letzten Tagen leicht gesunken. Zum Höhepunkt der ersten Welle im April waren sogar noch mehr Kapazitäten frei (40%), weil nicht notwendige Operationen verschoben und Krankenhäuser angehalten wurden, Kapazitäten für schwer erkrankte COVID-19-Patienten freizuhalten.

In absoluten Zahlen sind aktuell gut 7.200 Intensivbetten nicht belegt. Insgesamt gibt es in Deutschland laut DIVI-Intensivregister knapp 29.000 Intensivbetten; weitere Notkapazitäten könnten mit etwas Vorlaufzeit bereitgestellt werden. Fraglich ist jedoch, ob für alle gemeldeten freien Intensivbetten auch genügend qualifiziertes Personal zur Verfügung steht.

Nehmen wir in einem Szenario an, dass sich die Zahl der täglichen Neuinfektionen auf 25.000 erhöht und dann in etwa stabilisiert, weil die Lockdown-Maßnahmen Wirkung zeigen. Dadurch würde die Zahl der aktiven Fälle (bei einer durchschnittlichen Infektionsdauer von zehn Tagen) auf etwa 250.000 Patienten steigen und stabil bleiben, wenn die Zahl der Neuinfektionen – wie angenommen – nicht weiter stiege. Nehmen wir zudem an, dass der Anteil der Intensivpatienten an allen akut Erkrankten von jetzt 1,3% auf 2% steigt, etwa weil es wieder zu mehr Infektionen in Einrichtungen mit Risikopatienten kommt. Unter diesen Annahmen würde die Zahl der intensivmedizinisch zu betreuenden COVID-19-Patienten bei ca. 5.000 liegen. Selbst dann würde es im landesweiten Durchschnitt rechnerisch keine Engpässe in Krankenhäusern geben. Die Zahl würde



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

jedoch höher ausfallen, wenn die durchschnittliche Aufenthaltsdauer der Patienten auf Intensivstationen länger als zehn Tage wäre.

Gleichwohl ist für diese Überlegungen entscheidend, dass ausreichend Personal für die Intensivpflege verfügbar ist und bleibt. Dem Gesundheits- und Arbeitsschutz dieser Beschäftigtengruppe muss eine hohe Priorität eingeräumt werden; auch hier spielen Schnelltests eine große Rolle. Ein Mangel an entsprechend qualifiziertem Personal würde den Nutzen zusätzlicher Kapazitäten bei Intensivbetten spürbar einschränken.

Zudem bleibt zu befürchten, dass es in den Wintermonaten in einzelnen Städten/Regionen mit hohem Infektionsgeschehen zu Engpässen kommen könnte. Grund ist, dass die Belegungsquote bei Intensivbetten in den Wintermonaten in der Regel ansteigt und regional nicht selten die 90%-Marke überschreitet. Vorsorglich sollten daher in den betreffenden Städten und Regionen (und ggf. im stadtnahen Umland) freie Kapazitäten in Krankenhäusern vorgehalten werden; dies wäre durch eine Verschiebung von nicht notwendigen OPs zu erreichen. Zudem wäre eine koordinierte regionale Verschiebung von COVID-19-Patienten zu erwägen, um unterschiedliche Auslastungen auszugleichen. Die Warnungen vor Engpässen in Krankenhäusern sind in einzelnen Regionen zuletzt jedenfalls lauter geworden. Das Personal könnte dabei zuerst zum limitierenden Faktor werden. Die Krankenhäuser planen bereits, Personal aus anderen Bereichen für die Intensivstationen abzustellen. Zudem plädiert die DIVI dafür, den Regelbetrieb der Krankenhäuser in Regionen auszusetzen, wo das Infektionsgeschehen besonders intensiv ist. Das würde erneut bedeuten, nicht notwendige OPs zu verschieben und freie Kapazitäten vorzuhalten. Dazu müssten die Krankenhäuser – wie bereits im Frühjahr – finanziell vom Bund kompensiert werden (Freihaltepauschale). Laut Gesundheitsminister Spahn soll es hierzu in der kommenden Woche Beratungen geben.

Ab 400.000 akut Infizierten könnte es kritisch werden

Bei den gesetzten Parametern kämen die Krankenhauskapazitäten ab etwa 400.000 (offiziell) akut Infizierten in einen beunruhigenden Auslastungsbereich (am 3. November etwa 178.000 akut Infizierte). Je mehr ältere Patienten unter den akut Infizierten wären, desto kritischer wäre die Lage. Sollte es wie im März/April gelingen, mehr freie Kapazitäten in den Krankenhäusern vorzuhalten und werden die Risikogruppen gut geschützt, kämen die Krankenhäuser auch bei 500.000 oder mehr akut Infizierten in Deutschland nicht an ihre Kapazitätsgrenze. Voraussetzung dafür bleibt natürlich, dass das Personal in den Krankenhäusern gut vor Infektionen geschützt werden kann und dass genügend medizinische Ausrüstung sowie insbesondere für Beatmungssituationen notwendige Medikamente vorhanden sind.

Es wird erneut deutlich, dass ein besonderer Schutz der Risikogruppen essenziell ist, um eine Überlastung des Gesundheitssektors zu vermeiden. Gelingt dies, können – unabhängig vom verhängten Lockdown – einschränkende Corona-Maßnahmen milder und zeitlich begrenzt ausfallen, sodass die wirtschaftlichen und sozialen Schäden ebenfalls eingedämmt werden. Zudem sollte die Zahl der Neuninfektionen als Maßstab für die Schwere der Corona-Krise hinterfragt werden. Mindestens genau wichtig erscheint es uns, auf die Zahl der Intensivpatienten und der freien Kapazitäten zu achten. Da wir weiter lernen müssen, mit der Existenz des Coronavirus zu leben, muss es in erster Linie darum gehen, schwere Krankheitsverläufe und Todesfälle zu verhindern.

Die Kernbotschaft lautet also: Kapazitäten im Gesundheitssektor hochfahren (Gesundheitsämter) bzw. freie Kapazitäten vorhalten (Krankenhäuser) sowie Risikogruppen schützen, damit die wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Schäd-



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

den in der zweiten Welle so gering wie möglich ausfallen. Letztlich wird der Erfolg all dieser Maßnahmen zum Großteil auch vom eigenverantwortlichen und umsichtigen Verhalten aller Beteiligten bestimmt.

Impfstoff wohl erst ab Mitte 2021 für breite Bevölkerungsschichten verfügbar

Die Welt wartet sehnsüchtig auf einen wirksamen, sicheren und ausreichend getesteten Impfstoff gegen COVID-19. Weltweit gibt es laut WHO mehr als 200 Impfstoffprojekte. Davon befinden sich mehr als zehn Impfstoffkandidaten in Phase III der klinischen Prüfung; diese werden also bereits an mehreren tausend Menschen erprobt. Allgemein wird erwartet, dass ein Impfstoff bis Anfang 2021 verfügbar sein wird. Gleichwohl dürfte es bis Mitte 2021 dauern, bis dieser schrittweise für breite Bevölkerungsschichten verfügbar sein wird. Es dürfte also mehrere Monate dauern, bis ausreichend große Bevölkerungsteile gegen das Coronavirus geimpft sind, sodass eine weitere Ausbreitung gestoppt und COVID-19 schließlich gänzlich eingedämmt wird. Wir sollten uns darauf einstellen, dass das Virus noch einige Zeit unseren Alltag in Form von Abstand- und Hygiene-Regeln mitbestimmen und das Gesundheitssystem wohl bis 2022 belasten wird.

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

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



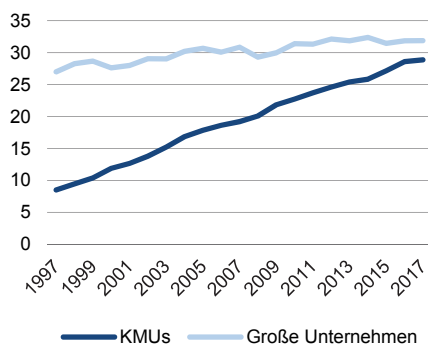
Starker Anstieg bei Unternehmensinsolvenzen belastet deutsche Banken

- Die Unternehmen in Deutschland sind in den letzten zwei Jahrzehnten mit Blick auf ihre Finanzierung weniger anfällig geworden. Die Eigenkapitalquote hat sich deutlich erhöht und der Anteil von Bankkrediten an den gesamten Verbindlichkeiten ist erheblich zurückgegangen. Das gilt besonders für kleine und mittlere Unternehmen, deren Finanzierungsstruktur sich stärker an die von großen Unternehmen angenähert hat.
- Diese verbesserte Widerstandsfähigkeit sollte dem Sektor helfen, den Corona-Schock zu überstehen. Die Finanzierungsbedingungen sind außerdem weiterhin sehr günstig: Banken haben die Kreditvergabestandards kaum verschärft; die Regierung hat beispiellose Kreditgarantien gewährt; Kreditzinsen liegen immer noch in der Nähe ihrer Rekordtiefs und die EZB kauft eifrig Unternehmensanleihen, die viele Unternehmen gerade emittieren.
- Trotzdem werden die Unternehmensinsolvenzen infolge der schweren Rezession unweigerlich zunehmen. Die Wirtschaft wird dieses Jahr voraussichtlich ungefähr so stark schrumpfen wie während der Finanzkrise. Die Bundesregierung hat bis September/Dezember die Insolvenzantragspflicht für Unternehmen ausgesetzt, die aufgrund der Coronavirus-Pandemie insolvent geworden sind. Das hat dazu geführt, dass die Insolvenzzahlen bisher weiter gesunken statt gestiegen sind. Aber das dürfte sich bald ändern. Die Bundesbank rechnet mit einem Anstieg von bis zu 36% bis zum zweiten Quartal 2021 – auf ein Niveau, das zuletzt 2013 erreicht wurde. Allerdings ist darin der Effekt der ausgesetzten Antragspflicht nicht berücksichtigt. Bezieht man diesen mit ein, dürfte sich der Anstieg etwas verzögern und die Zahl der Zombieunternehmen zunehmen.
- Steigende Kreditausfälle werden erhebliche Auswirkungen auf den deutschen Bankensektor haben. Er zählt bereits jetzt zu den schwächsten in Europa und ist gezeichnet von vielen Jahren mit Nullzinsen und niedrigem strukturellem Wachstum. Die Banken waren nach der Finanzkrise nur deshalb moderat profitabel, weil die Kreditrisikovorsorge weit unter dem historischen Durchschnitt lag. Diese steigt nun deutlich – möglicherweise auf das Dreifache, sodass die Branche 2020 wahrscheinlich tiefer in die Verlustzone rutschen wird.

KMUs mit stark verbesserter Eigenkapitalquote

1

Eigenkapital in % der Bilanzsumme



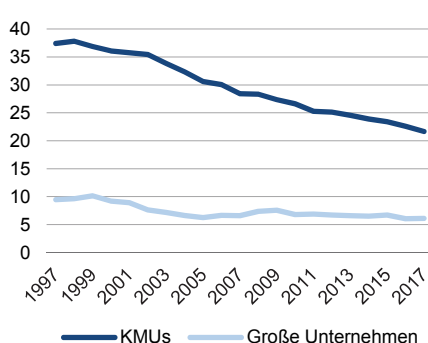
KMU: Umsatz < EUR 50 Mio.

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

KMUs weniger abhängig von Bankkrediten

2

Bankkredite in % der Bilanzsumme



KMU: Umsatz < EUR 50 Mio.

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Die Corona-Pandemie hat die deutsche Volkswirtschaft schwer getroffen und, wie in vielen anderen Ländern, eine tiefe Rezession ausgelöst. Die Wirtschaftsleistung wird schätzungsweise um 5,5% gegenüber dem Vorjahr zurückgehen und damit ungefähr so stark wie im Nachgang der Finanzkrise. Der Unternehmenssektor leidet in erheblichem Maße und viele Firmen werden einen Nachfrageeinbruch nicht überleben. Wie groß werden die Auswirkungen sein und was bedeutet das für die deutschen Banken?

Finanzierungslage des Unternehmenssektors in Deutschland

Deutsche Unternehmen haben ihre Bilanzen über einen langen Zeitraum hinweg erheblich gestärkt. In den vergangenen 20 Jahren sind die Eigenkapitalquoten gestiegen, besonders bei kleinen und mittleren Unternehmen. Zum Jahresende 2017 (letzte verfügbare Daten) betrug der Anteil des Eigenkapitals an der Bilanzsumme bei kleinen und mittleren Unternehmen (d.h. solchen mit einem Jahresumsatz von weniger als EUR 50 Mio.) 29%, bei großen Unternehmen 32%. 1997 lagen diese Werte nur bei 9% beziehungsweise 27%. Im gleichen Zeitraum ging der Anteil der Bankkredite erheblich zurück – bei kleinen

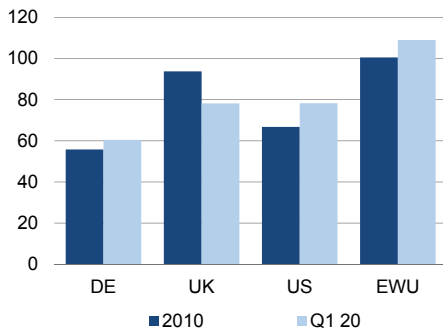


November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Verschuldung nichtfinanzieller Unternehmen

3

% des BIP



Quelle: BIZ

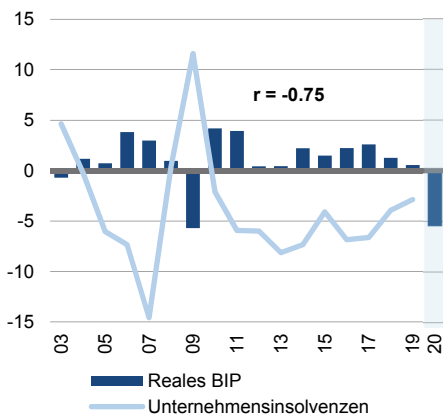
und mittleren Unternehmen wiederum stärker (-16 %-Punkte auf 22%) als bei großen Unternehmen (-3 %-Punkte auf 6%).¹³ Statt überwiegend auf Bankkredite zu setzen, haben deutsche Unternehmen ihre Fremdkapitalquellen diversifiziert, insbesondere durch die Ausgabe von Unternehmensanleihen am Kapitalmarkt und durch konzerninterne Kredite. Diese ausgewogenere Finanzierungsstruktur sollte den Unternehmen grundsätzlich helfen, eine Krise zu bewältigen.

Eine weitere Stärke ist die insgesamt niedrige Verschuldung des Unternehmenssektors in Deutschland. Die Gesamtverschuldung liegt bei nur 61% des BIP, verglichen mit durchschnittlich 109% im Euroraum und jeweils 78% in den USA und in Großbritannien. Die Verschuldung der deutschen Unternehmen hat sich in den letzten Jahren nur langsam erhöht, analog zum höheren Kreditwachstum, das das nominale BIP-Wachstum seit 2018 übertrifft. Das hat zum Anstieg der Verschuldungsquote nach ihrem Tiefstand bei 53% im Jahr 2011 geführt. Sie ist aber zumindest im Aggregat immer noch moderat und tragbar.

Stark negativ korreliert: Wirtschaftswachstum & Insolvenzen

4

% ggü. Vorjahr



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

Geänderter Rechtsrahmen

Nichtsdestotrotz scheiden schwächere Firmen laufend aus dem Markt aus und die Corona-Rezession trifft Branchen sehr unterschiedlich. Tatsächlich gibt es einen starken Zusammenhang zwischen einer schwachen Entwicklung der Gesamtwirtschaft, gemessen am realen BIP-Wachstum, und einem Anstieg der Unternehmensinsolvenzen. 2009 beispielsweise erhöhte sich die Zahl der Insolvenzen um 12% gegenüber dem Vorjahr, während das BIP um 5,7% schrumpfte. Im Anschluss daran wuchs die Wirtschaft in jedem einzelnen Jahr des vergangenen Jahrzehnts, während gleichzeitig die Insolvenzzahlen zurückgingen. Es ist also anzunehmen, dass die Zahl der Unternehmensinsolvenzen infolge der aktuellen Krise deutlich zunehmen wird, da sich herausstellt, dass die Geschäftsmodelle einiger Unternehmen nicht länger tragfähig sind.

Der Höhepunkt der Insolvenzanträge in Deutschland könnte dieses Mal jedoch anders sein als in der Vergangenheit und in den meisten anderen Ländern (in denen der Höchststand bereits [spät] in diesem Jahr erreicht werden könnte), da sich der rechtliche Rahmen geändert hat. Die Bundesregierung hat die Insolvenzantragspflicht für Unternehmen ausgesetzt, die aufgrund der Corona-Rezession insolvent wurden. Diese Regelung trat zum 1. März in Kraft und galt zunächst bis Ende September. Seitdem gilt eine abgeschwächte Version bis zum Jahresende. Es ist damit überschuldeten Unternehmen, die aber noch über ausreichend Liquidität verfügen, um laufenden Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, weiterhin erlaubt, keinen Insolvenzantrag zu stellen. Deshalb dürften viele Unternehmen Insolvenzverfahren bis ins laufende Quartal verschoben haben, selbst manche, deren Probleme nicht auf die Pandemie zurückzuführen sind. Ebenso ist es durchaus vorstellbar, dass einige Unternehmen, die jetzt mit dem Verfahren beginnen müssten, weil sie die Voraussetzungen für die Verlängerung nicht erfüllen, das noch weiter bis ins nächste Jahr verschieben in der Hoffnung, dass sich ihre Geschäfte letztlich doch irgendwie wieder beleben.

Was diese Rezession einzigartig macht

Auch abgesehen von den außergewöhnlichen – aber vorübergehenden – rechtlichen Änderungen sind vergangene Rezessionen nur bedingt aussagekräftig mit Blick auf die voraussichtliche Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen.

¹³ Für eine genauere Aufschlüsselung und eine Analyse der Anfälligkeit einzelner Branchen siehe Schildbach (2020).



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

- Erstens ist die aktuelle Krise umfassender als jede andere in der jüngeren Geschichte, da sie das Verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor gleichermaßen trifft, anders als zum Beispiel die Finanzkrise.
- Zweitens ging diesem Einbruch die längste wirtschaftliche Wachstumsphase seit der deutschen Wiedervereinigung voraus. Sie hat viele Unternehmen in die Lage versetzt, ihre Bilanzen zu stärken, gleichzeitig aber auch den Strukturwandel gebremst und dazu geführt, dass zunehmend versteckte Schwächen entstanden, die erst jetzt zu Tage treten dürften.
- Drittens waren die Finanzierungsbedingungen und insbesondere die (rekordniedrigen) Zinsen zu Beginn der Rezession so günstig wie nie, da die EZB die im Zuge der Finanzkrise und europäischen Schuldenkrise eingeführten Notfallhilfen nie wirklich zurückgeführt hatte.
- Viertens wurde das deutsche Insolvenzrecht um die Jahrtausendwende grundlegend verändert, sodass die aktuellen Zahlen nur schwer mit früheren Zeiträumen, zum Beispiel dem Abschwung nach der Dotcom-Blase, vergleichbar sind.

Damit bleibt, mit diesen Einschränkungen, praktisch nur die von der Finanzkrise ausgelöste Wirtschaftskrise als Maßstab. Damals waren die absoluten Insolvenzzahlen deutlich höher als heute. Im Gesamtjahr stiegen sie von 29.200 2007 um 12% auf 32.700 2009. Danach begann ein schrittweiser, bis heute anhaltender Rückgang. Bei genauerer Betrachtung stieg der Quartalsdurchschnitt von rund 7.300 in den Jahren 2007 und 2008 auf 8.200 im Jahr 2009, als die Zahlen wieder zu sinken begannen. Der Höhepunkt war im dritten Quartal 2009 erreicht, ein halbes Jahr nach dem Ende der Rezession. Damals meldeten 8.600 deutsche Unternehmen Insolvenz an – 21% mehr als im gleichen Quartal zwei Jahre zuvor und der größte derartige Anstieg während dieser Rezession.

Immer noch günstige Finanzierungsbedingungen

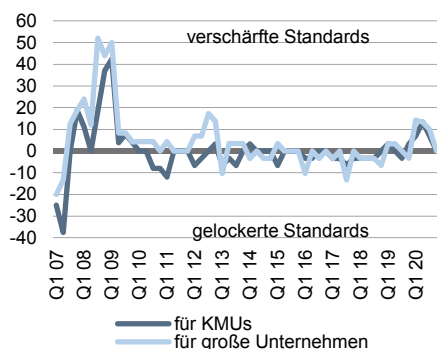
Der ähnlich tiefe, aber breitere aktuelle Abschwung würde dafür sprechen, dass die Insolvenzzahlen stärker ansteigen als 2008/09. Vor allem die absoluten Zahlen könnten in die Höhe gehen, weil die Tourismus-, Gastronomie-, Einzelhandels- und Kultur- & Veranstaltungsbranchen schwer getroffen sind, wo es viele sehr kleine Firmen gibt. Gleichzeitig könnte das insgesamt betroffene Kreditvolumen überschaubar bleiben.¹⁴

Auf der anderen Seite sind die Finanzierungsbedingungen immer noch deutlich günstiger als in der Vergangenheit:

- Selbst auf dem (bisherigen) Höhepunkt der Corona-Krise verschärften nur 13% der deutschen Banken ihre Kreditvergabestandards für kleine und 14% für große Unternehmen, jeweils gegenüber dem Vorquartal. Während der Finanzkrise 2008/09 wurden die Standards viel stärker verschärft – mit Anteilen von bis zu 42% bzw. 52% aller am Bank lending survey teilnehmenden Banken.
- Zu dieser deutlich mildereren Reaktion hat die andere Haltung der Bundesregierung beigetragen, die im Frühjahr rasch beispiellose Garantien übernahm, die die Banken größtenteils gegen das Kreditrisiko bei *neu* vergebenen Krediten absichern. Damit wurde sichergestellt, dass die Unternehmen

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

Prozentualer Anteil (netto) der Banken, die ggü. Vorquartal berichten



* Q4 20 erwarteter Wert

Quelle: Bundesbank

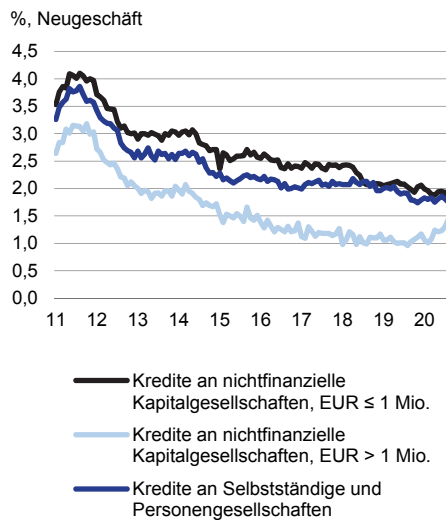
¹⁴ Die Folgen für die Gesellschaft dürften hauptsächlich davon abhängen, wie viele Menschen ihre Arbeit verlieren oder von Kurzarbeit betroffen sind. Bei den Banken dürfte es vor allem auf die Größe der Unternehmen ankommen, die in Schwierigkeiten geraten, sowie auf das betroffene Kreditvolumen. Hier deuten erste Ergebnisse auf einen relativ hohen Anteil von großen Firmen an den aktuellen Insolvenzen hin. Quelle: Creditreform (2020).



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Zinsen für Unternehmenskredite, nach Kredithöhe

6



in der Breite Zugang zu Finanzmitteln behielten, und das Risiko einer Kreditklemme praktisch beseitigt.

- Im Ergebnis ist das Kreditwachstum mit nichtfinanziellen Unternehmen trotz einer bereits seit sechs Jahren anhaltenden Kreditexpansion sogar nach dem Ausbruch der Pandemie vor einem halben Jahr relativ kräftig geblieben. Es hat zwar etwas nachgelassen, betrug im September aber immer noch 4,6% gegenüber Vorjahr.
- Die Zinsen liegen immer noch auf oder in der Nähe von Rekordtiefständen. Kapitalgesellschaften müssen durchschnittlich nur 1,4% p.a. für einen neuen großen Kredit (EUR > 1 Mio.) und 1,8% für kleinere Beträge zahlen, ebenso wie Selbstständige und Personengesellschaften. Das ist nur ein Drittel des Zinssatzes, den deutsche Unternehmen noch Ende 2008 auf dem Höhepunkt der Finanzkrise zahlen mussten.
- Die EZB kauft im Gegensatz zur Finanzkrise in großem Stil Unternehmensanleihen auf, zusätzlich zu dem noch größeren Ankaufprogramm für Staatsanleihen. Diese starke Nachfrage eines „Ankerinvestors“ hat einen Angebotsschub in der ganzen EWU ausgelöst – auch in Deutschland, wo Unternehmen seit der Ankündigung des Programms im März netto EUR 30 Mrd. an neuen Anleihen emittiert haben.

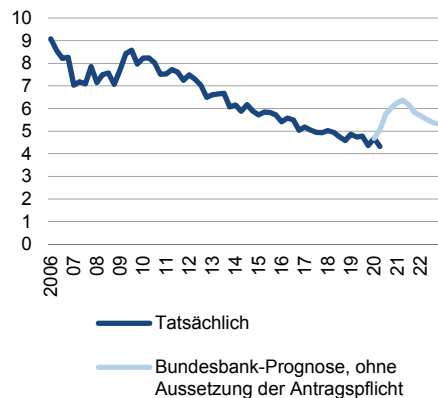
Insgesamt sollte das tatsächlich ausreichen, um einen größeren Finanzierungsschock im deutschen Unternehmenssektor zu verhindern.

Neben Hilfen bei der Finanzierung unterstützt die Regierung auch massiv direkt die GuV der Unternehmen. Dazu gehören nicht zuletzt das Kurzarbeiterprogramm, bei dem der Staat Löhne und Gehälter für Millionen von Arbeitnehmern übernimmt (was sich bereits während der Finanzkrise als sehr effektiv herausgestellt hatte), und die Mehrwertsteuersenkung, die entweder die Gewinnmarge der Unternehmen erhöhen oder die Nachfrage ankurbeln kann.

Unternehmensinsolvenzen

7

in '000 pro Quartal



Weitere Entwicklung der Insolvenzzahlen

Angesichts all dieser Faktoren ist die weitere Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen schwer vorherzusehen. Selbst aktuelle Schätzungen schwanken stark. Einige Beobachter prognostizieren einen Anstieg der Zahlen im Gesamtjahr 2020 und einen Rückgang im nächsten Jahr.¹⁵ Andere erwarten unter Verweis auf die ausgesetzte Antragspflicht, dass die Zahlen dieses Jahr zurückgehen und eine ganze Reihe von Zombieunternehmen entsteht.¹⁶ Die Bundesbank rechnet, ohne Berücksichtigung der Aussetzung, mit einem Anstieg in diesem und im nächsten Jahr und geht in ihrem – hypothetischen – Szenario davon aus, dass der Höhepunkt auf Quartalsbasis mit 6.400 im zweiten Quartal 2021 erreicht wird.¹⁷ Das wäre ein maximaler Anstieg um 36% vom anfänglichen Tiefstand bei 4.700 im ersten Quartal 2020.

¹⁵ Siehe Atradius (2020).

¹⁶ Siehe IW Köln (2020) sowie ifo (2020). Es gibt verschiedene Definitionen eines „Zombieunternehmens“. Im Mittelpunkt steht meistens die Fähigkeit eines Unternehmens, Zinsaufwendungen aus dem Cashflow zu bedienen, gemessen am Zinsdeckungsgrad (interest coverage ratio). Dieser entspricht dem Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) eines Unternehmens, dividiert durch seine Zinszahlungen. Darüber hinaus werden zum Teil auch andere Kriterien herangezogen. Mangels einer allgemeingültigen Definition kommen verschiedene Quellen zu unterschiedlichen Ergebnissen bezüglich des Anteils von Zombiefirmen an allen deutschen Unternehmen: Z.B. beläuft er sich laut Banerjee und Hofmann (2020) auf ungefähr 10% und hat im letzten Jahrzehnt stagniert, während die Deutsche Bank (2020) ihn bei etwa 25% sieht und rund 10 %-Punkte höher als vor zehn Jahren – trotz enorm gesunkener Zinsen.

¹⁷ Siehe Bundesbank (2020).



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Unter Berücksichtigung der ausgesetzten Antragspflicht wird die Kurve höchstwahrscheinlich etwas anders verlaufen. Die Zahl der Insolvenzanträge wird vermutlich später anfangen zu steigen, nicht vor dem vierten Quartal, dafür aber stärker, und könnte den theoretischen Höhepunkt der Bundesbank im Sommer 2021 übertreffen. Eine Zahl von 6.400 pro Quartal wäre in jedem Fall der höchste Wert seit der europäischen Staatsschuldenkrise im Jahr 2013. Angesichts der aktuellen zweiten Welle sehen diese Zahlen aus unserer Sicht jedoch eher noch günstig aus.

Auswirkungen der Kreditausfälle auf Banken

Die Banken werden dementsprechend deutlich steigende Kreditausfälle verzeichnen. Diese sind natürlich nicht auf Unternehmenskredite beschränkt, sondern ergeben sich auch, wenn Privathaushalte ihre Schulden nicht mehr bedienen können. Die Rückstellungen für künftige Ausfälle sind bei denjenigen deutschen Banken, die Quartals- oder Halbjahresergebnisse berichten, schon erheblich gestiegen. Bei der Branche insgesamt, mit ihren vielen kleinen, nicht börsennotierten Sparkassen und Volksbanken sowie Tochtergesellschaften ausländischer Banken, ist die Transparenz begrenzt. Die Höhe der Kreditrisikovorsorge während der Finanzkrise und nach dem Platzen der New-Economy-Blase Anfang der 2000er Jahre kann jedoch als Anhaltspunkt dafür dienen, was jetzt bevorsteht. 2007/08 legte die Risikovorsorge um 160% zu, von EUR 14 Mrd. 2006 auf einen Höchststand von EUR 37 Mrd. Zwischen 2000 und 2002 stieg sie weniger stark, verdoppelte sich aber immer noch von EUR 16 Mrd. auf EUR 32 Mrd.

In der aktuellen Situation herrscht in der Tat große Unsicherheit, weil das Zusammenspiel von außerordentlichen (und historisch beispiellosen) fiskal- und geldpolitischen Unterstützungsmaßnahmen ebenso unklar ist wie der weitere Verlauf der Pandemie und der daraus entstehende wirtschaftliche Schaden. Betrachtet man jedoch diese Beispiele aus der Vergangenheit sowie die Zwischenergebnisse einiger größerer deutscher Banken, dann scheint eine Verdreifachung der Risikovorsorge im Jahr 2020 gegenüber dem Vorjahr nicht abwegig. Das würde die GuV mit EUR 20 Mrd. belasten – ein Wert, der immer noch unter den Höchstständen der beiden früheren Krisen läge.

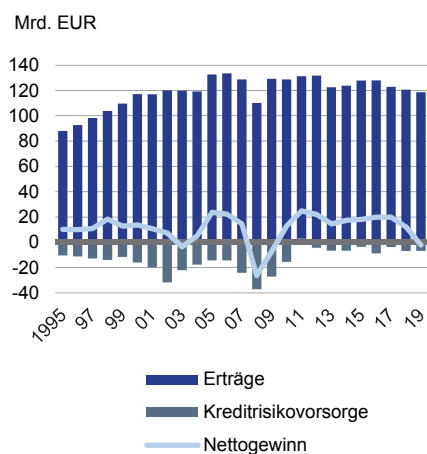
Immer tiefer verwurzelte strukturelle Schwäche deutscher Banken

Ein großer Unterschied zu früheren Rezessionen besteht allerdings in der sehr begrenzten Ertragskraft der Branche zu Beginn der Krise. In den Jahren 2000 und 2006 betrug die Eigenkapitalrendite (nach Steuern) des deutschen Bankensystems immerhin noch 6,1% bzw. 7,5%. Letztes Jahr dagegen machten die Banken nach Angaben der Bundesbank bereits Verluste (-0,4%). Entsprechende Daten, die von der EZB veröffentlicht werden, können aufgrund von Unterschieden bei der Zahl der Banken und bei den Berichtspflichten von Zeit zu Zeit leicht abweichen. Demzufolge waren die deutschen Banken im letzten Jahr gerade noch so profitabel, verzeichneten jedoch trotzdem nach Griechenland das zweitschwächste Ergebnis aller Bankensysteme in der gesamten EU.

Das ist eher die Regel als die Ausnahme: Seit 2003, als die EZB zum ersten Mal vergleichbare Daten veröffentlichte, hat Deutschland den am wenigsten profitablen Bankensektor aller großen europäischen Länder, gemessen an der durchschnittlichen Eigenkapitalrendite (und dazu noch den am wenigsten effizienten, gemessen an der Aufwand-Ertrag-Relation). Für diese schwachen Ergebnisse und insbesondere für die Verschlechterung in den letzten Jahren sind verschiedene Faktoren verantwortlich. Dabei spielen vor allem das Niedrigzinsumfeld und ein insgesamt geringes Wachstum eine wichtige Rolle. Die EZB hält

Deutsche Banken: Wichtige GuV-Komponenten

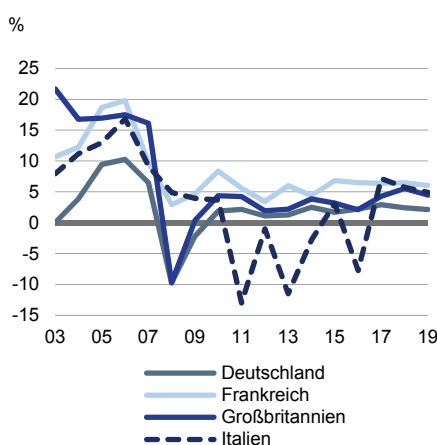
8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Eigenkapitalrendite europäischer Banken nach Steuern

9



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

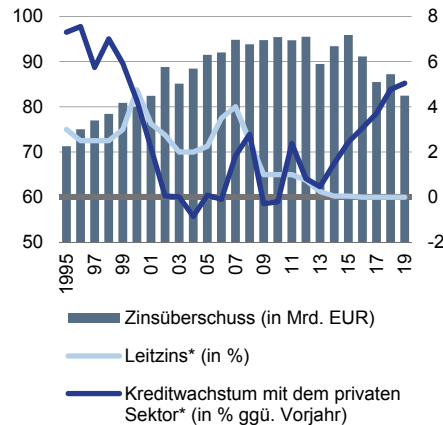


November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Zinsüberschuss leidet unter Nullzinsen, trotz eines höheren Kreditwachstums

10

Mrd. EUR (links), % (rechts)



* Zum Jahresende

Quellen: Bundesbank, EZB, Deutsche Bank Research

die Zinsen seit 2013 nahe oder unter null und hat damit eine langsame, aber schwerwiegende Erosion der Zinsmarge ausgelöst. Der Zinsüberschuss, das Produkt aus Marge und Volumen, pendelte sich zwischen 2007 und 2012 bei einem Höchstwert von ungefähr EUR 95 Mrd. ein und sank seitdem, bis auf EUR 82 Mrd. im letzten Jahr.¹⁸ Das ist besonders bemerkenswert angesichts des starken Wachstums der deutschen Volkswirtschaft, die im gleichen Zeitraum zu laufenden Preisen, nominal, nicht weniger als 25% zulegen konnte, von EUR 2,75 Bill. auf EUR 3,44 Bill.

Ein weiterer Grund für die schwache Profitabilität der deutschen Banken ist strukturell geringes Wachstum. Die Bilanzsumme war zu Beginn der Corona-Krise niedriger als 2008/09 (Derivate des Handelsbuchs ausgenommen, die erst seit 2010 in der Bilanz ausgewiesen werden) und die Erträge waren so niedrig wie seit 2001 nicht mehr (abgesehen von 2008, als große Wertberichtigungen zu Buche schlugen). Das Bilanzsummenwachstum hat darunter gelitten, dass die Unternehmensfinanzierung mittlerweile weniger bankbasiert ist und dass große Teile der Bankenbranche – wie die Landesbanken, Hypothekenbanken und privaten Geschäftsbanken – einen langwierigen Umstrukturierungsprozess durchlaufen mussten, der eine Folge des neuen Geschäftsumfelds nach der Finanzkrise war, einschließlich viel strengerer regulatorischer Vorschriften. Neben dem Negativzinsumfeld hat die Erträge auch die starke Konkurrenz zwischen den Banken und durch neue Wettbewerber aus dem Technologiesektor belastet, unter der traditionellen Einnahmequellen der Banken gelitten haben.

Verluste in Sicht

Unter dem Strich verheißt die schwache Ertragskraft vor der Corona-Krise nichts Gutes für die Fähigkeit der deutschen Banken, den zusätzlichen Schock einer stark steigenden Kreditrisikoversorge zu verkraften – zumindest mit Blick auf die GuV. Kapitaleseitig ist die Ausgangslage wesentlich robuster. Bezeichnenderweise war der Nettogewinn in den Jahren 2011-17 zwar „akzeptabel“; das war jedoch allein auf eine sehr niedrige Risikoversorge zurückzuführen. In jedem dieser Jahre betrug sie nicht nur weniger als die Hälfte des Durchschnitts der Jahre 1995-2010, sondern war auch geringer als die niedrigste Risikoversorge in einem einzelnen Jahr im vorherigen Zeitraum. Eine grobe Überschlagsrechnung für das Jahr 2020 auf Grundlage der Bundesbank-Daten (die umfangreicher sind als die der EZB) unterstreicht die Anfälligkeit: Schon letztes Jahr machten alle deutschen Banken zusammen einen Nettoverlust von EUR 2 Mrd., nach einer Kreditrisikoversorge in Höhe von EUR 7 Mrd. Wir unterstellen den günstigen Fall, dass sich die Einmalbelastungen normalisieren, die 2019 ungewöhnlich hoch waren und den Verlust verursachten. Wir nehmen an, dass sie jetzt wieder auf den früheren Fünf-Jahres-Durchschnitt zurückgehen und ignorieren steuerliche Effekte. Ceteris paribus würde, unter diesen ansonsten relativ günstigen Umständen, eine Verdreifachung der Risikoversorge auf EUR 20 Mrd. die Branche tiefer in die Verlustzone drücken – das Minus von EUR 5 Mrd. wäre der höchste Verlust seit 2009.

Das ist natürlich eine vereinfachte Sicht, die mehrere andere Effekte nicht berücksichtigt. Im Investmentbanking beispielsweise sind in diesem Jahr sowohl die Handels- als auch die Emissions-Volumina aufgrund der enormen Marktvolatilität und des steigenden Finanzierungsbedarfs in die Höhe geschossen. Das hat kapitalmarktorientierten Instituten starken Rückenwind verschafft. Darüber hinaus nahm im Frühjahr das Wachstum bei Unternehmenskrediten kräftig zu, als viele Unternehmen versuchten, ihre Finanzierung für die kommenden Monate mit voraussichtlich niedrigeren Umsätzen sicherzustellen. Auf der anderen

¹⁸ 2014 und 2015 wurde der Rückgang durch die starke Abwertung des Euros gegenüber dem US-Dollar teilweise kaschiert, weil dadurch die außerhalb Europas erzielten Erträge der Banken gemessen in Euro deutlich anstiegen.



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Seite hielt der Kreditboom nicht sehr lange an. Das Kreditwachstum hat sich seitdem deutlich verlangsamt und die Aussichten sind relativ trüb, da das Kreditvolumen mit Unternehmen im Nachgang einer größeren Rezession in der Regel einige Zeit lang rückläufig ist. Auch in anderen Bereichen standen die Erträge der Banken unter Druck. So hat die Pandemie zu einem Rückgang im Zahlungsverkehr und einer Flaute im M&A-Geschäft geführt. Die Provisionseinnahmen aus dem Portfoliomanagement in der Vermögensverwaltung sind aufgrund niedrigerer verwalteter Aktiva ebenfalls geringer, weil sich der Aktienmarkt zumindest in Europa noch nicht vollständig erholt hat.

Viele dieser Effekte heben sich jedoch gegenseitig auf. Tatsächlich gingen die Erträge der größten europäischen Banken im ersten Halbjahr 2020 um 5% gegenüber Vorjahr zurück. Abgesehen von möglichen Auswirkungen auf die Erträge wird also die höhere Kreditrisikovorsorge die mit Abstand größten Folgen für die GuV der Banken haben. In Deutschland wird die Bankenbranche dieses Jahr wahrscheinlich einen Nettoverlust verzeichnen.

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

Literatur

- Atradius (2020). 2020 insolvencies forecast to jump due to Covid-19. Atradius Economic Research.
- Banerjee, Ryan, und Boris Hofmann (2020). Corporate zombies: Anatomy and life cycle. BIS working paper Nr. 882.
- Bundesbank (2020). Potenziell starker Anstieg der Insolvenzen im Unternehmenssektor. Finanzstabilitätsbericht 2020, S. 38-48.
- Creditreform (2020). Insolvenzen in Deutschland, 1. Halbjahr 2020.
- Deutsche Bank Research (2020). Global Macro Outlook: Virus curve flattening, markets stabilizing, slow recovery. Juni 2020.
- ifo (2020). Unerwünschte Nebenwirkung der Corona-Maßnahmen: Zombies? 31. Ökonomenpanel von ifo und FAZ. Oktober 2020.
- IW Köln (2020). 4.300 Zombieunternehmen bis Jahresende.
- Schildbach, Jan (2020). Government measures to support liquidity of German companies – who is most at risk? Deutsche Bank Research. Focus Germany. Under corona siege – Update. 18. März 2020, S. 29-32.



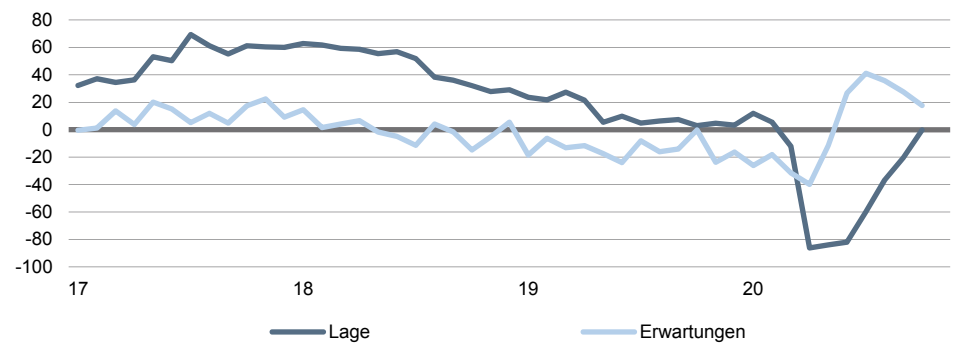
Deutsche Autoindustrie: Mühsame Erholung

Die Corona-Krise beeinflusst nach wie vor die wirtschaftliche Entwicklung der Automobilindustrie. Diese sah sich schon zuvor mit konjunkturellen Problemen konfrontiert. Die meisten Autohersteller und viele Zulieferer hatten ihre Fabriken in Deutschland im April und Anfang Mai geschlossen. Der Produktionshochlauf startete im Anschluss und hält bis heute an. Allerdings erholt sich die globale Autonachfrage nur allmählich. China ist hier Vorreiter, während die anhaltende Corona-Krise in der EU und den USA die wirtschaftliche Erholung erschwert. Als wäre das nicht genug, ist die Debatte über höhere US-Zölle auf Autoimporte aus der EU noch immer nicht vom Tisch. In den ersten Monaten nach der Wahl könnte es hier mehr Klarheit geben. Zudem muss die Automobilindustrie 2020 zum ersten Mal strenge CO₂-Flottenziele in der EU erfüllen. Also konjunkturelle und strukturelle Herausforderungen voraus!

ifo Geschäftsklima in der deutschen Automobilindustrie

1

Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen (%)



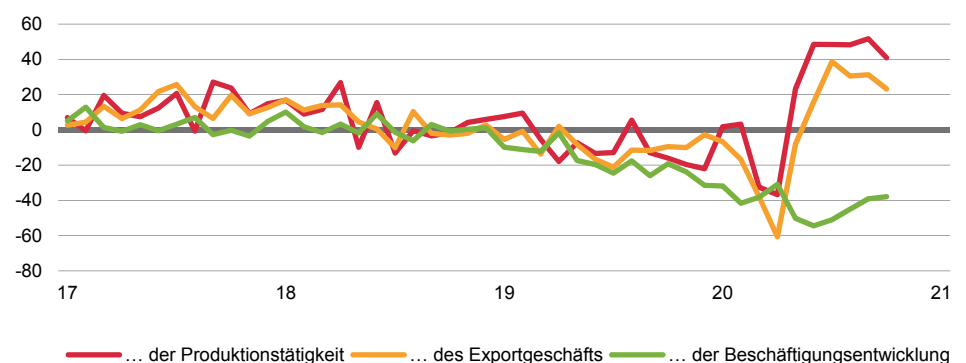
Quelle: ifo

Grafik 1: Die Geschäftserwartungen der deutschen Automobilindustrie hatten sich nach dem Corona-Schock schnell erholt, tendieren aber inzwischen wieder nach unten. Die Corona-Krise zog die Beurteilung der aktuellen Lage stärker nach unten. Allerdings ist hier eine Verbesserung zu verzeichnen. Der konjunkturelle Tiefpunkt im Corona-Zyklus liegt jedenfalls hinter uns. Der Auftragsbestand in der Branche ist in den letzten Monaten gestiegen und liegt auf dem höchsten Niveau seit Anfang 2019. Die Corona-Krise hatte keinen größeren Einbruch bei den Auftragsbeständen ausgelöst.

ifo-Erwartungen hinsichtlich...

2

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



Quelle: ifo

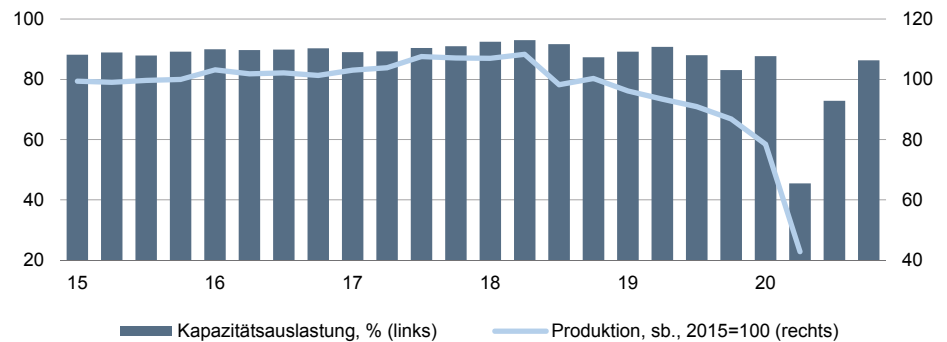


November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Grafik 2: Bei den Unterkomponenten des ifo-Konjunkturtests zeigt sich ein gemischtes Bild. Die Produktions- und Exporterwartungen liegen im positiven Bereich, wenngleich sie zuletzt wieder leicht gesunken sind. Die Beschäftigungserwartungen liegen jedoch noch immer tief im negativen Bereich. Die Beschäftigung in der Autoindustrie, ein nachlaufender Indikator, begann Mitte 2019 zu sinken, was sich in den kommenden Monaten fortsetzen dürfte. Ein Grund hierfür ist auch die strukturelle Umstellung auf E-Mobilität. Im Vergleich zum Sommer 2018 sind aktuell 40.000 Menschen weniger in der Branche beschäftigt.

Produktion und Kapazitätsauslastung in der deutschen Automobilindustrie

3

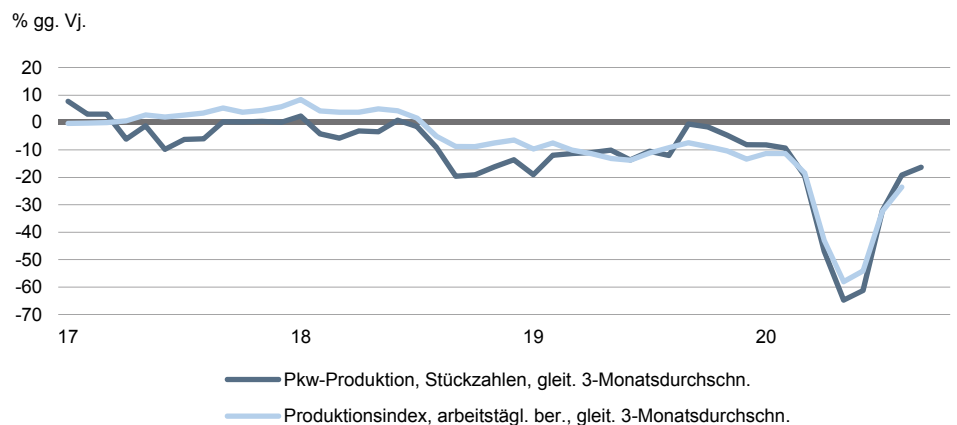


Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

Grafik 3: Die Kapazitätsauslastung in der deutschen Automobilindustrie sank Anfang Q2 2020 auf den niedrigsten Wert seit der Wiedervereinigung; die Produktionszahlen folgten. Angesichts der temporären Fabrikschließungen war der Rückgang bei der Auslastung jedoch nicht überraschend. In H2 2020 ist die Kapazitätsauslastung spürbar gestiegen. Die moderate Erholung der globalen Pkw-Nachfrage von den niedrigen Niveaus in Q2 stützt dabei auch die Produktion. In China liegt der Kfz-Absatz seit Mai durchweg über Vorjahresniveau.

Automobilproduktion in Deutschland

4



Quellen: Statistisches Bundesamt, VDA

Grafik 4: Die stückzahlmäßige Pkw-Produktion in Deutschland sank bereits 2019 um 9%. Das Minus fiel beim Produktionsindex, der auch qualitative Komponenten umfasst (z.B. bessere Ausstattung), sogar noch stärker aus (-11,3%). Die Spuren der Corona-Krise waren in Q2 deutlich zu spüren (Lockdown). Die Erholung im Anschluss erfolgt mit moderatem Tempo. Der Produktionsindex könnte im Gesamtjahr 2020 um 25% sinken. Im nächsten Jahr ist jedoch eine Erholung um etwa 30% nicht ausgeschlossen. Ein enormer statistischer Überhang spielt dabei eine große Rolle.

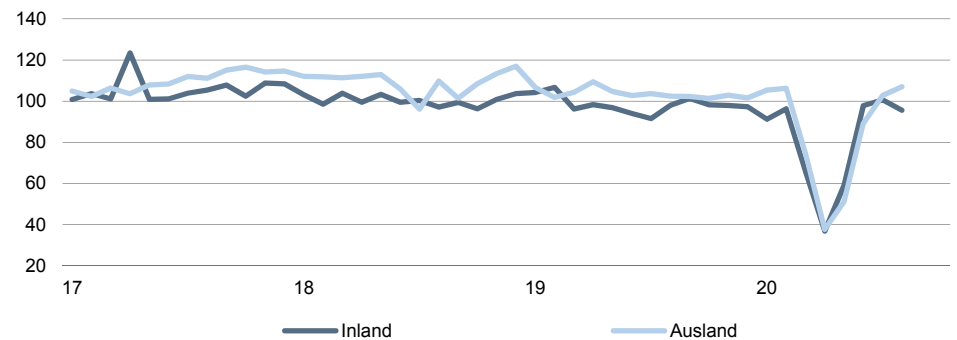


November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Auftragseingang in der deutschen Automobilindustrie

5

sb., 2015=100



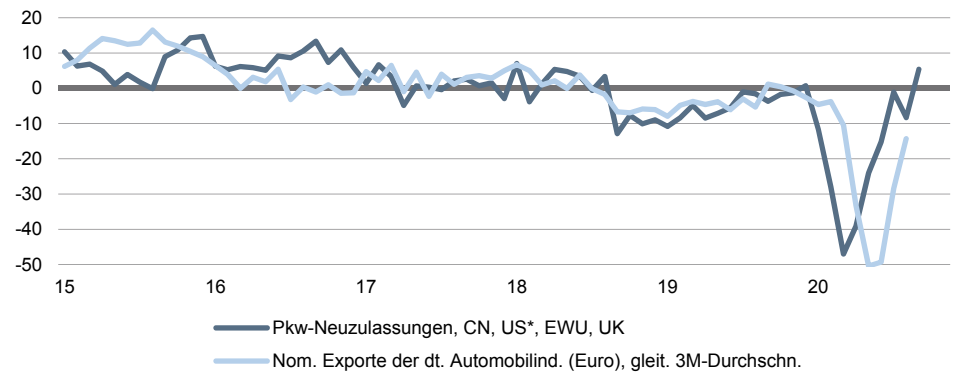
Quelle: Statistisches Bundesamt

Grafik 5: Die Auftragseingänge aus dem In- und Ausland gaben im März und April erwartungsgemäß spürbar nach. Der April bildete auch bei den Aufträgen den Tiefpunkt. Die nachfolgende Erholung erfolgte dynamischer als erwartet. Die Pkw-Neuzulassungen in Deutschland stiegen 2019 um 5% und erreichten das höchste Niveau seit 2009, dem Jahr der Abwrackprämie. Ein Rückgang um etwa 20% ist für 2020 wahrscheinlich. Im kommenden Jahr dürfte dieser Verluste nicht gänzlich ausgeglichen werden.

Globale Autonachfrage und Exporte der deutschen Automobilindustrie

6

% gg. Vj.



* Light vehicles

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

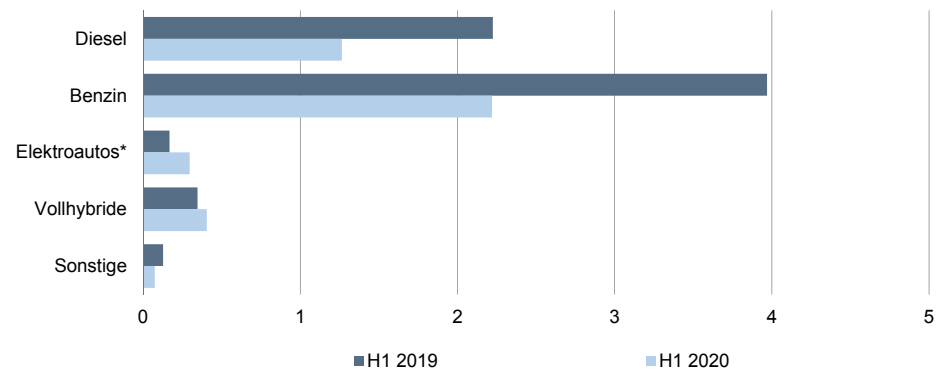
Grafik 6: Die schwache Autonachfrage in wichtigen deutschen Exportmärkten zum Jahresende 2018, im Jahr 2019 und Anfang 2020 belasteten die deutschen Autoexporte. Die Pkw-Exporte sanken 2019 um 13% (Stückzahlen). Vor dem Corona-Ausbruch hatten wir erwartet, dass der Pkw-Absatz in China, der fast zwei Jahre lang rückläufig war, 2020 positiv überraschen könnte. Stattdessen wurde der Pkw-Absatz im 1. Quartal durch Corona deutlich gedrückt. In den letzten Monaten macht sich allmählich ein gewisser Nachholbedarf bemerkbar, nicht nur in China. In den USA und der EU dürften die anhaltend hohen bzw. wieder steigenden Infektionszahlen die Verkaufszahlen zum Jahresende jedoch dämpfen.



Pkw-Neuzulassungen in der EU-28 nach Antriebsart

7

Mio., Einheiten



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

Quelle: ACEA

Grafik 7: Abgesehen vom aktuellen Konjunkturzyklus setzen Autohersteller und Kfz-Zulieferer ihre Anstrengungen fort, die Produktion von Elektrofahrzeugen bzw. entsprechenden Zulieferteilen und Ausrüstungen in ihren Fabriken zu steigern. Immer mehr Modelle befinden sich im Angebot. Bis spätestens 2021 müssen die durchschnittlichen CO₂-Emissionen aller neu zugelassenen Pkw in der EU auf 95 g/km sinken. Für einen großen Teil der Neuwagenflotte muss dieses Ziel bereits 2020 erreicht werden. Wird dieses Ziel verfehlt, drohen Strafzahlungen für die Automobilindustrie. Bei einem Neuzulassungsanteil von 10 bis 15% kann die Branche als Ganzes diese Strafzahlungen vermeiden. Dies wäre gegenüber einem Anteil von etwa 3% (2019) ein enormer Anstieg. Gemessen an der gesamten Pkw-Produktion bleibt der Anteil der Elektrofahrzeuge jedoch auch 2020 noch klein. Insofern schlägt sich dieser evolutionäre Wandel bei den Antriebstechnologien noch nicht so stark in den Produktionszahlen nieder. Grundsätzlich positiv für den Produktionswert ist, dass Elektrofahrzeuge derzeit im Durchschnitt teurer sind als entsprechende Fahrzeuge mit Verbrennungsmotor. Allerdings wird die inländische Produktion dadurch negativ beeinflusst, dass manche Produktionsstätten umstrukturiert werden, um die Produktion von Elektrofahrzeugen hochfahren zu können (Kapazität steht während der Umbauphase nicht vollständig zur Verfügung). Der technologische Wandel stellt die globale (und nicht nur die deutsche!) Automobilindustrie vor große Herausforderungen, denn er wird bislang vor allem durch strenge staatliche CO₂-Grenzwerte für Pkw und weniger durch Marktkräfte getrieben. Die Autokäufer sind bislang noch zurückhaltend, zumindest solange keine kräftigen Subventionen gewährt werden. Hohen Investitionen steht also ein kleiner Markt gegenüber. Ironischerweise hilft die Corona-Krise dabei, das CO₂-Ziel im Jahr 2020 zu erreichen. Denn der Absatz von Benzinern und Diesel-Pkw gab im Zuge der Corona-Krise deutlich nach, während Elektrofahrzeuge in vielen Ländern von (noch) höheren Förderprogrammen profitieren. Der Marktanteil von Elektroautos wird 2020 also deutlich steigen. Im 1. Halbjahr 2020 lag er in der EU bei 7%. Aber noch einmal: Die Transformation bei den Antriebstechnologien ist kein spezifisches Problem der deutschen Automobilindustrie. Die deutsche Automobilindustrie ist aus heutiger Sicht besser für die „elektromobile“ Zukunft gerüstet als der Automobilstandort Deutschland, wo sich in den letzten Jahren einige kostenseitige Standortfaktoren gegenüber anderen Standorten verschlechtert haben (Steuersätze für Kapitalgesellschaften, Löhne, Strompreise).

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



Ausblick auf die Baukonjunktur im Jahr 2020 und darüber hinaus

- In vielen Ländern durchlebte der Bausektor während des Lockdowns eine – jedenfalls im Vergleich zu anderen Branchen – milde Krise. Die weltweite Produktion im Bausektor ging im März nur um 12% zurück, stabilisierte sich im April und lag im Sommer wieder auf Vor-COVID-Niveau. Die Baubranche ist also ein wichtiger Stabilitätsfaktor für viele Volkswirtschaften.
- Auf den chinesischen und US-amerikanischen Baumarkt entfallen etwa 20% der Weltproduktion. Die beiden Länder bekämpften das Virus auf verschiedene Weise. Aus Sicht des Bausektors waren allerdings beide relativ erfolgreich. Viele Bauindikatoren liegen fast auf oder sogar über dem Vorkrisenniveau.
- In den anderen „Big 7“-Ländern war die Entwicklung des Bausektors recht uneinheitlich. Deutschland und Japan schnitten vergleichsweise gut ab. Frankreich, Großbritannien und Indien verzeichneten einen äußerst starken Produktionsrückgang. Im Anschluss kam es in Frankreich und Indien zu einer ebenfalls sehr starken V-förmigen Erholung. In Großbritannien war die V-förmige Erholung eher halbherzig. Einige Daten lassen vermuten, dass die Krise in diesen drei Ländern lang anhaltende negative Auswirkungen haben könnte.
- Die Pandemie hat vor allem den Gewerbebau nachhaltig getroffen. Der Büromarkt, der Einzelhandels- und der Hotelmarkt sind vom Lockdown schwer gezeichnet. Viele Anleger erwarten auch nach Corona lang anhaltende negative Auswirkungen. Im Gegensatz dazu könnten Cocooning und Home-office die Nachfrage nach Wohneigentum erhöhen.
- Bereits verabschiedete Steuerpakete und ein mögliches weiteres nach der US-amerikanischen Präsidentschaftswahl könnten die Produktion von Infrastrukturgütern und anderen öffentlichen Gütern ebenfalls erhöhen.
- Das Streben nach Rendite verstärkte sich aufgrund der Pandemie. Wieder einmal scheinen die Zinsen für längere Zeit niedrig zu bleiben. Da Immobilieninvestments, insbesondere im Wohnimmobilienmarkt, nach wie vor attraktiver sind als festverzinsliche Wertpapiere, könnte es zu enormen Kapitalzuflüssen in den Immobilienmarkt kommen. Das dürfte in den kommenden Jahren auch dem Bauwesen positive reale Impulse verleihen.
- Die jüngsten COVID-19-Daten trüben den globalen Ausblick. Die Lage ist ernst, aber wir rechnen nicht damit, dass sich der Zusammenbruch der ersten Jahreshälfte 2020 in vollem Umfang wiederholt. Allerdings ist zu erwarten, dass die weltweite Produktion des Bausektors in den Jahren 2020 und 2021 im Jahresdurchschnitt schrumpfen wird.
- Im Jahr 2022 dürfte sich die neue Normalität herausbilden. Die Produktion könnte sich vom gewerblichen Sektor in den Bereich der Wohnimmobilien und in den öffentlichen Sektor verlagern, auch wenn sich die Gesamtproduktion vielleicht nur wenig verändert. Wir wären nicht einmal überrascht, wenn die Weltproduktion im Jahr 2022 erheblich zulegen würde.

Was zu erwarten ist

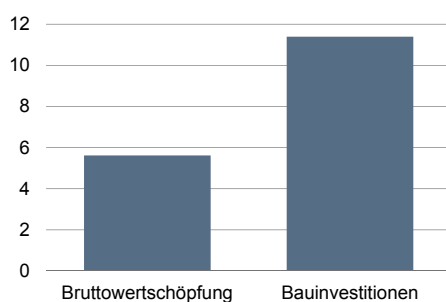
1

Arbeits- und Wohnflächen bilden das Fundament der Weltwirtschaft. Trotz ihrer zentralen Rolle für die globale Volkswirtschaft sind Analysen über die globale Baukonjunktur dünn gesät. Im Folgenden sehen wir uns den Sektor sowie künftige Entwicklungen aus der Vogelperspektive an.

Größe des globalen Bausektors

2

% des globalen nominalen BIP



Quellen: Deutsche Bank Research, Eurostat, Weltbank

Größe des Bausektors

Um die Größe der Bauindustrie zu messen, gibt es zwei zentrale wirtschaftliche Konzepte. Nach unseren Berechnungen betrug der Anteil der weltweiten Bauwirtschaft an der Bruttowertschöpfung (Entstehungsseite) 5,6% und an den Bauinvestitionen (Verwendungsseite) 11,4%. In vielen Ländern zählen zu den

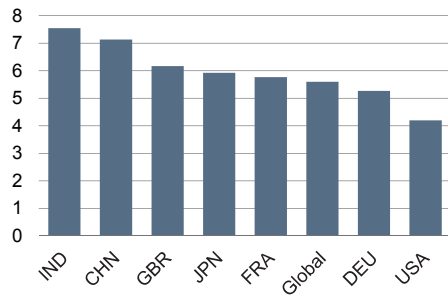


November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

2019: Größe des Baugewerbes
(Entstehungsseite)

3

% des nominalen BIP

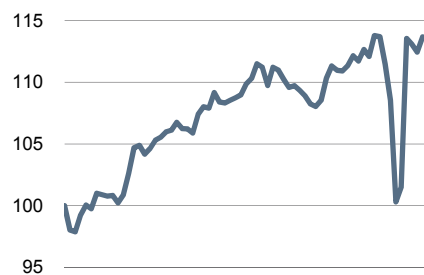


Quellen: Deutsche Bank Research, IHS Global GmbH, Weltbank

2015-2020 Globale Bauproduktion

4

2015 Jan = 100



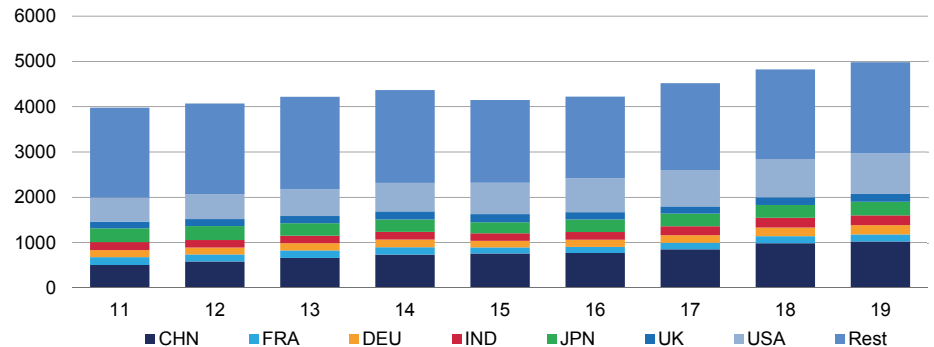
Quellen: Deutsche Bank Research, Haver Analytics LP, OECD

Investitionen neben den Produktionsdaten auch Steuern, Nebenkosten und weitere zusätzliche Faktoren, die nicht in engem Zusammenhang mit der Bautätigkeit stehen. Deshalb konzentrieren wir uns nur auf die Produktionsdaten. Insgesamt belief sich der Anteil des weltweiten Bausektors in Höhe von 5,6% im Jahr 2019 auf fast USD 5.000 Mrd. zu aktuellen Preisen. In den Schwellenländern macht der Bausektor einen vergleichsweise größeren Anteil aus als in den Industrieländern. Auf China und die USA entfallen etwa 20% der weltweiten Sektorproduktion. Auf die Märkte der „Big 7“ insgesamt (der Größe nach: China, USA, Japan, Indien, Deutschland, Großbritannien und Frankreich) entfallen etwa 60% der weltweiten Bauproduktion. Im Folgenden nehmen wir diese Märkte unter die Lupe. Von 2011 bis 2019 wuchs der weltweite Bausektor um durchschnittlich rund USD 100 Mrd. jährlich und damit etwas schneller als die Weltwirtschaft insgesamt.

Bausektor: „Big 7“ und der Rest

5

USD Mrd.



Fußnote: Alle Länder mit mehr als USD 150 Mrd. Bruttowertschöpfung im Jahr 2019 sind gelistet.

Quellen: Deutsche Bank Research, IHS Global GmbH, Nationale Behörden, Weltbank

Weltweite Bauproduktion erreichte im März einen Tiefpunkt

Wir errechneten einen weltweiten Produktionsindex auf der Grundlage von Produktionsdaten und nominaler USD-Gewichtung der Bausektoren unserer „Big 7“-Märkte. Der chinesische Lockdown im ersten Quartal und der Lockdown in den USA und Europa vor allem im zweiten Quartal führten zu einer Glättung des Corona-bedingten globalen Produktionsausfalls. Bezogen auf den Dezember 2019 erreichte der Indikator seinen Tiefpunkt im März und fiel um 12%, stabilisierte sich im April und erholte sich danach rasch. Im August lag der Index wieder auf dem Stand vom Dezember. Die wichtige Botschaft lautet also: In vielen Ländern trug der Bausektor dazu bei, die Wirtschaft zu stabilisieren. In einigen Ländern gilt das sogar während der Lockdowns und Ausgangssperren. In den USA und Japan ging die Produktion im April gegenüber Dezember 2019 um etwa 3% zurück. In Deutschland blieb sie unverändert. Allerdings gibt es auch Länder mit massiven Rückgängen. In Frankreich und Großbritannien brach die Produktion von Dezember bis zum Tiefpunkt im April um 64% beziehungsweise 45% ein. Doch selbst dort wurde der Zusammenbruch in den folgenden Monaten weitgehend ausgeglichen. Im August übertraf die französische Produktion sogar das Niveau vom Dezember. In Großbritannien betrug der Rückgang zu diesem Zeitpunkt „nur“ noch -12%. Basierend auf Zementdaten brach die Produktion in China von Dezember bis März um 28%¹⁹ und in Indien von Dezember bis April um 86% ein. In China übertraf die Produktion in den Folgemonaten das

¹⁹ Basierend auf nicht saisonbereinigten Daten. Die Saisonbereinigung dürfte zu einer etwas geringeren Schrumpfung führen. Von Ende 2018 bis März 2019 schrumpfte die Reihe nur um 2%.



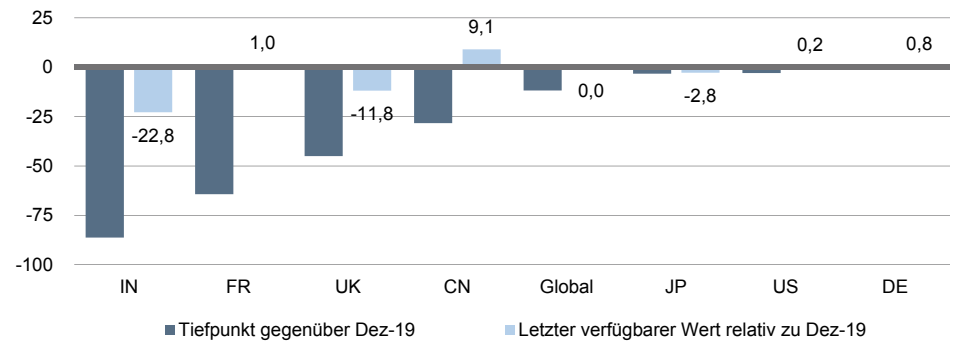
November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Dezerniveau, während die Produktion in Indien im August noch 23% unter dem Dezember lag.

2020 Bausektor: Produktion

6

% relativ zum Niveau im Dezember 2019



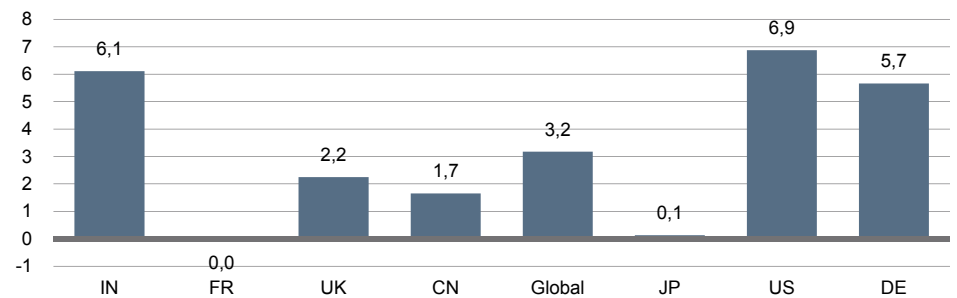
Hinweis: Produktion = Produktion von Zement in Indien und China

Quellen: Deutsche Bank Research, Haver Analytics LP, OECD

2015-2019 Bausektor: Produktion

7

in % durchschnittliche jährliche Wachstumsraten



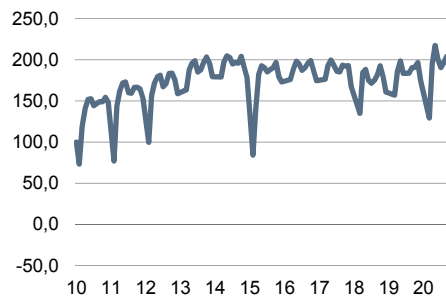
Hinweis: Produktion = Produktion von Zement in Indien und China

Quellen: Deutsche Bank Research, Haver Analytics LP, OECD

China: Zementproduktion in Tonnen

8

2010 Jan = 100, nicht saisonbereinigt



Quellen: Deutsche Bank Research, National Bureau of Statistics

India: Zementproduktion in Tonnen

9

2010 Jan = 100, saisonbereinigt



Quellen: Deutsche Bank Research, Ministry of Commerce and Industry

China, die USA, Japan und Deutschland schnitten relativ gut ab, ...

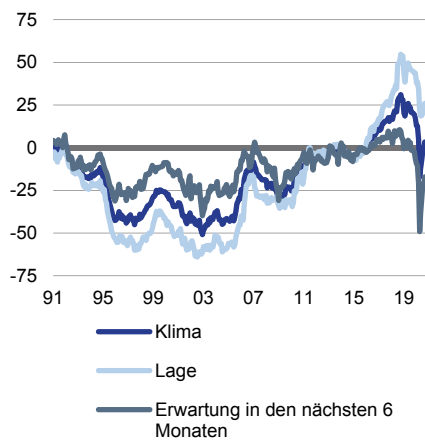
Viele Indikatoren deuten außerdem darauf hin, dass der Bausektor relativ unbeschadet durch die Pandemie kommen könnte, zumindest in den meisten Ländern und im Vergleich zu anderen Sektoren. In den USA gingen die Baugenehmigungen und Baubeginne im April stark zurück, gefolgt von einer außerordentlich starken Erholung, wobei beide Reihen von Juli bis September jeweils das Vor-COVID-Niveau übertrafen. Auch in China erholte sich der Bausektor rasch vom Lockdown. Zu Beginn des Jahres 2020 lagen neu begonnene Bauprojekte sowohl im Wohnungs- als auch im Büromarkt um etwa 50% unter dem Niveau von 2019. Im Laufe des Jahres legte die chinesische Bauwirtschaft allerdings wieder zu. Im September lagen die kumulierten neu begonnenen Bauprojekte nur 4% unter dem Niveau von 2019. Ebenso blieben viele Umfrageindikatoren ziemlich solide oder erholten sich schnell. Der PMI im Baugewerbe erholte sich rasch von unter 27 im Februar auf fast 60 im April und liegt seitdem ungefähr auf diesem Niveau. Die Geschäftserwartungen liegen sogar nahe bei 68, was dem höchsten Wert seit November 2018 entspricht. Zu den ersten Sektoren, die sich erholten, gehörte der Wohnimmobilienmarkt. Die Wohnungsvverkäufe stiegen im August um 27% gegen Vorjahr. Die Immobilieninvestments verzeichneten im dritten Quartal ein zweistelliges Wachstum von 12%.



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Deutschland: ifo-Umfrage Baugewerbe 10

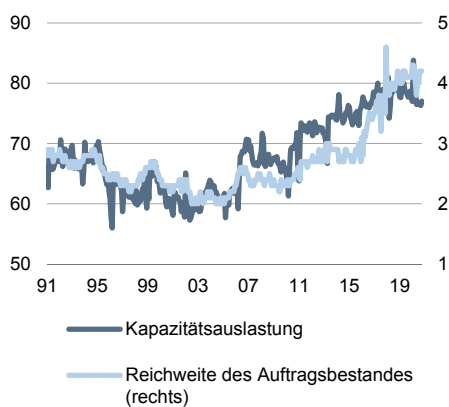
Diffusionsindex, saisonbereinigt



Quellen: ifo, Deutsche Bank Research

Deutschland: ifo-Umfrage: Kapazitätsauslastung und Auftragsreichweite 11

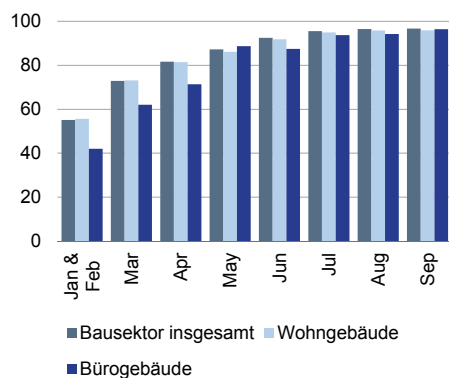
linke y-Achse: in % der Kapazität
rechte y-Achse: in Monaten



Quellen: ifo, Deutsche Bank Research

2020 China: Baubeginne 14

% relativ zum Jahr 2019, seit Jahresbeginn bis heute = kumulierte monatliche Daten

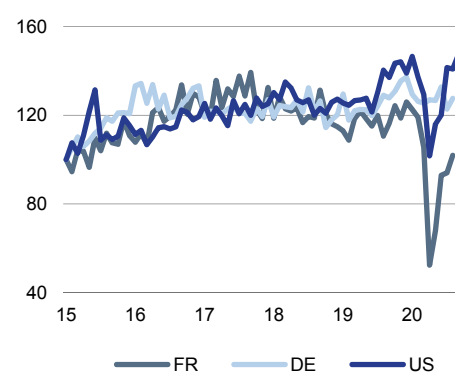


Quellen: Deutsche Bank Research, Haver Analytics LP

In Deutschland zeigen die wichtigsten Umfrageindikatoren eine Diskrepanz zwischen der tatsächlichen Situation und den Erwartungen. Auftragsreichweite und Kapazitätsauslastung, zwei vom ifo-Institut erhobene Indikatoren, änderten sich selbst im April während des Lockdowns kaum. Im Gegensatz dazu gingen die Erwartungen im April stark zurück und bewegten sich anschließend seitwärts. Nach unserer Ansicht schätzten die deutschen Bauunternehmen in den letzten zehn Jahren die Zukunftsaussichten allzu vorsichtig ein. Anscheinend geht das während der Pandemie so weiter. Diese Ansicht wird auch durch den sehr geringen Rückgang der Wohnbaugenehmigungen untermauert. Die Produktion in Japan war von der Pandemie kaum betroffen. Der Tiefpunkt der Produktion im Vergleich zum Dezember 2019 lag bei -3%. Erreicht wurde er im Juni, zwischen der ersten und der zweiten Infektionswelle. Anscheinend ist der strukturelle Gegenwind durch die alternde Gesellschaft für den Bausektor eine größere Herausforderung als die Gesundheitskrise. Bereits von Dezember 2017 bis Dezember 2019 gingen die Baubeginne um mehr als 7% zurück.

Monatliche Wohnbaugenehmigungen 12

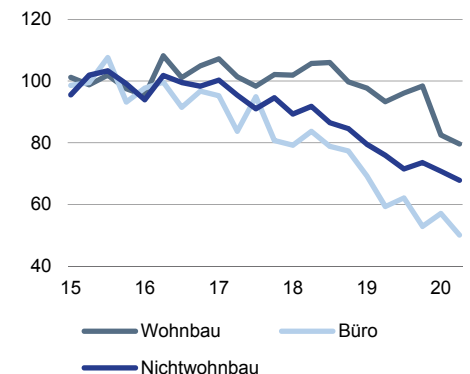
2015=100



Quellen: CENSUS, Deutsche Bank Research, Eurostat

UK: Vierteljährliche Baugenehmigungen 13

2015=100, saison- und wöchentlich bereinigt



Quellen: Deutsche Bank Research, Haver

... in Frankreich, Großbritannien und Indien: Produktion zusammengebrochen – gefolgt von einer uneinheitlichen Erholung

In diesen Ländern führte die epidemiologische Situation annähernd zu einem Stillstand der Bautätigkeit. In Frankreich war nach dem starken Produktionsrückgang, vor allem im April, die anschließende Erholung eindeutig V-förmig. Im August lag das Produktionsniveau geringfügig über dem Niveau von Dezember 2019. Allem Anschein nach könnte allerdings die künftige Produktion negativ beeinflusst werden, da die Wohnungsbaugenehmigungen im August immer noch rund 14% unter dem Niveau vom Dezember lagen. In Großbritannien führte der Lockdown ebenfalls zu einem starken Rückgang der Produktion. Der Aufschwung war jedoch wenig beeindruckend – der schwächste unter den „Big 7“. Im August liegt die Produktion immer noch 12% unter dem Vor-COVID-Niveau. Schon der Brexit belastete in den letzten Jahren die Aussichten des Gewerberaummarktes. Von 2015 bis 2019 gingen in Großbritannien die Baugenehmigungen im Jahresdurchschnitt um etwa 25% im Bereich Gewerbe ohne Büro beziehungsweise um 39% im Büroraummarkt zurück. Im ersten Halbjahr 2020 gingen die Genehmigungen im Bereich Gewerbe ohne Büro im zweiten Quartal gegenüber dem Jahresdurchschnitt 2019 um 10% und im Bereich Büroräume um 18% weiter zurück. Im Jahr 2020 schrumpften im gleichen Zeitraum auch die Wohnungsbaugenehmigungen um 17%. In Indien ist die wirtschaftliche

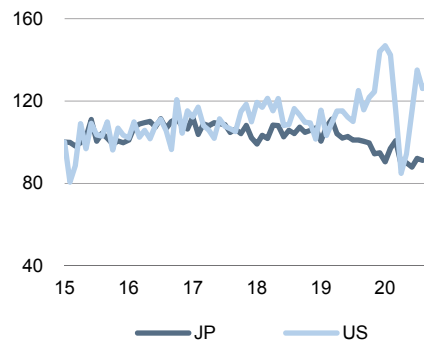


November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Wohnbau: Baubeginne

15

2015=100



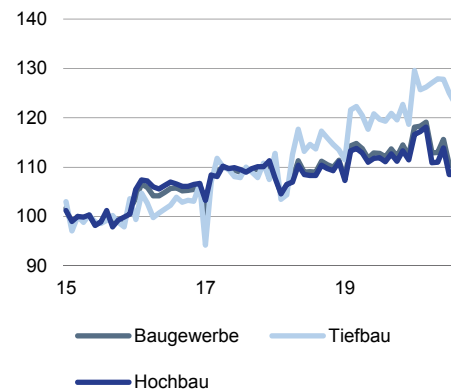
Quellen: CENSUS, Deutsche Bank Research, OECD

Lage aufgrund fehlender Daten relativ unklar. Die Zementproduktion brach jedoch um 86% ein, und trotz einer V-förmigen Erholung ist im August immer noch ein Minus von 23% im Vergleich zum Vor-COVID-Niveau zu verzeichnen. In den letzten Wochen verbesserten sich jedoch die epidemiologischen Schlüsseldaten. Das lässt uns vermuten, dass sich die Erholung im Bausektor in der Folgezeit fortgesetzt hat.

Deutschland: Produktion

16

2015=100

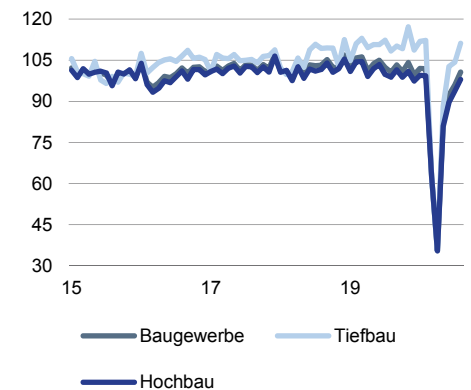


Quellen: Deutsche Bank Research, Eurostat

Frankreich: Produktion

17

2015=100

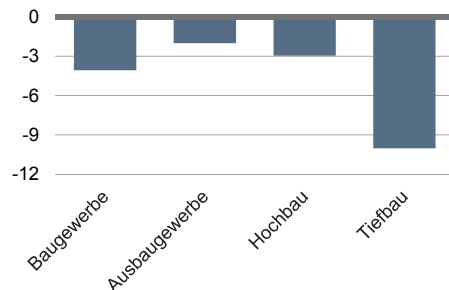


Quellen: Deutsche Bank Research, Eurostat

US-Baugewerbe Untersektoren:
Aggregierte wöchentliche Lohnsumme

18

% relativ zum Niveau im Dezember 2019



Quellen: BLS, Deutsche Bank Research

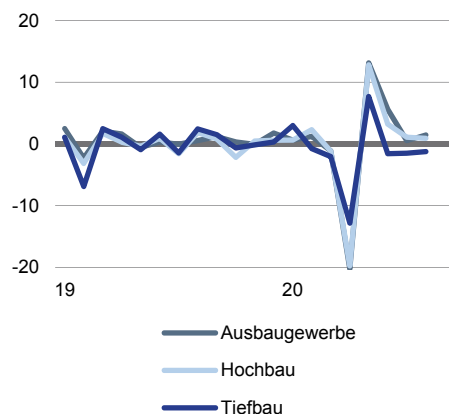
Teilsektoren: Große Unterschiede zwischen den Ländern

Ein Blick auf die Teilsektoren der Bauwirtschaft lässt große Unterschiede zwischen den Ländern erkennen. In Frankreich und Deutschland erholte sich der Tiefbau schneller und stärker als die Produktion im Teilsektor Hochbau. Grundsätzlich dürfte die Annahme zutreffen, dass sich die epidemiologische Situation auf den Bau von Straßen und Infrastruktur weniger stark auswirkt als auf den Bau von Gebäuden, wo die Einhaltung der Abstandsregeln schwieriger sein könnte. Darüber hinaus können auch fiskalische Impulse eine Rolle spielen. In China stützte sich die Erholung auch auf Infrastrukturinvestitionen, die in den ersten drei Quartalen des Jahres 2020 um magere 0,2% gegenüber dem Vorjahr zulegen. Starke Impulse gingen von der Unterstützung durch die Finanzpolitik aus. Der Gesamtumfang des staatlichen Finanzpakets für das Jahr 2020 beläuft sich nach unseren Schätzungen auf etwa 6% des BIP, wovon etwa die Hälfte in öffentliche Investitionen fließt. Der fiskalische Impuls lässt allerdings nach. Nachdem die Wachstumsrate im Mai ihrem Höchststand von fast 11% gegenüber dem Vorjahr erreicht hatte, fiel sie im September auf unter 5%. Die Wirtschaft steht auf einer soliden Grundlage und es scheint nicht nötig zu sein, dass der Staat öffentliche Investitionen weiter forciert.

US-Baugewerbe Untersektoren:
Aggregierte wöchentliche Lohnsumme

19

% gg Vm.



Quellen: BLS, Deutsche Bank Research

In den USA hatten die von den neuen Konjunkturpaketen ausgehenden wichtigen Impulse keine unmittelbaren Auswirkungen auf die Auftragsbücher der Bauindustrie. Allerdings half insbesondere das CARES-Gesetz kleinen Unternehmen, Entlassungen zu vermeiden. Derzeit scheint sich die fehlende Einigung auf ein weiteres Konjunkturpaket im Kongress negativ auf den Bausektor auszuwirken. Ausweislich der Lohn- und Gehaltsdaten hat der Aufschwung im Bausektor im Verlauf der Sommermonate an Kraft verloren. Im August lagen die gesamten Personalausgaben im Bausektor immer noch vier Prozentpunkte unter dem Niveau vom Dezember 2019. Im Tiefbau waren es sogar zehn Prozentpunkte weniger. Nach den Präsidentschaftswahlen am 3. November sollten zusätzliche Impulse die Konjunktur wieder stützen. In unserem Grund Szenario gehen wir von weiteren Konjunkturmaßnahmen in Höhe von USD 750 Mrd. bis



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

1.000 Mrd. aus. Allerdings sind diese Prognosen je nach Wahlergebnis mit Aufwärts- und Abwärtsrisiken behaftet, denn die beiden Parteien haben sehr unterschiedliche Ansichten darüber, wie die nächste Phase der Konjunkturmaßnahmen aussehen soll. Ein vollständiger Biden-Triumph, falls also die Demokraten die Präsidentschaftswahlen sowie die Mehrheit im Repräsentantenhaus und im Senat gewinnen, könnte zu großen Infrastrukturausgaben führen. Im Gegensatz dazu könnten ein gespaltenen Kongress und ein Sieg von Trump zur Folge haben, dass das Konjunkturpaket deutlich kleiner ausfällt.

Die aktuelle epidemiologische Situation ist weniger besorgniserregend als im März, ...

Die weltweite Produktion im Bausektor steht über die Wintermonate vor einer weiteren Herausforderung. Allerdings könnte die heutige Situation leichter zu bewältigen sein als die in der ersten Hälfte des Jahres 2020. Erstens sind die Infektionsraten in China und anderen Ländern sehr niedrig. Angesichts der Rigorosität, mit der die chinesische Regierung die Krankheit bekämpft, scheint eine weitere schwere Gesundheitskrise unwahrscheinlich. Zweitens waren im ersten Monat der Pandemie die anfänglichen Einschätzungen der Sterblichkeit weit übertrieben und in vielen Ländern gibt es heute eine geringe oder gar keine Übersterblichkeit. Drittens besteht aus wirtschaftlicher Sicht ein Hoffnungs-schimmer darin, dass nach allem, was wir wissen, Fabriken und Baustellen sehr selten Infektionsherde waren. Der Bausektor hat also die Chance, mit einem blauen Auge davonzukommen.

... aber immer noch eine große Herausforderung

Im Sommer war die Zahl der schwer beziehungsweise lebensbedrohlich erkrankten Patienten relativ konstant und lag weltweit unter 70.000. In den letzten Wochen verschlechterte sich die Situation. Die Marke von 80.000 wurde schnell überschritten. Mit einer Art von Teil-Lockdowns und weiteren Kontaktbeschränkungen war daher zu rechnen. In Frankreich verschlechterte sich die Situation besonders stark. Daraufhin wurde am 28. Oktober ein landesweiter Lockdown angekündigt. Auch in Deutschland ist für den November ein Teil-Lockdown angeordnet. Die verfügbaren Informationen deuten darauf hin, dass die geplanten Einschränkungen hauptsächlich private Haushalte und Unternehmen im Dienstleistungssektor betreffen. Die Bauarbeiten können also zumindest vorerst mehr oder weniger unbehelligt weitergehen. Indirekte Auswirkungen durch weitere Kontaktbeschränkungen können jedoch insbesondere im Jahr 2021 erneut tiefe Spuren in Auftragsbüchern und Produktion hinterlassen. Unter den großen Ländern der westlichen Welt steht Deutschland noch vergleichsweise gut da. Andere Länder könnten also ähnliche Maßnahmen ergreifen. Unter dem Strich heißt das, dass sich die Aussichten verschlechtern. Wir rechnen aber nicht damit, dass sich die historische Rezession der ersten Jahreshälfte wiederholt.

Es wird schlimmer, bevor es besser wird

Der Ausblick für 2021 hängt auch stark von den Aussichten im Hinblick auf die Verfügbarkeit eines Impfstoffes ab. Wir gehen davon aus, dass im Sommer 2021 weltweit mit der flächendeckenden Impfung begonnen wird. Es kann aber noch einige Zeit dauern, bis Herdenimmunität erreicht ist. Ein guter Impfstoff kann allerdings nicht nur Leben retten, sondern auch die Lebensgeister wieder wecken. Das dürfte einer vollständigen und nachhaltigen wirtschaftlichen Erholung den Weg ebnen.



Nach 2021: Das Streben nach Rendite könnte die Nachfrage stimulieren, ...

Die Pandemie hat das Streben nach Rendite bei globalen Investoren deutlich verstärkt. Billionen öffentlicher und privater Schulden bieten eine sehr niedrige, keine oder eine negative Rendite. Zum Vergleich: Der weltweite Markt für festverzinsliche Wertpapiere belief sich schon vor COVID-19 auf rund USD 200.000 Mrd. Die durch COVID-19 bedingte Ausgabe neuer Anleihen führte zu einer weiteren Erhöhung des Betrags der ausstehenden Schulden. Zudem versetzte die Pandemie den Erwartungen höherer Zinsen auf Jahre hinaus einen deutlichen Dämpfer. Diese Entwicklungen schafften starke Anreize, den Anteil der Immobilien an den weltweiten Vermögen zu erhöhen. Wenn riesige Beträge in den Immobilienmarkt umgeschichtet werden, dürfte das die Immobilienpreise stützen. Mietsteigerungen könnten durch ein gedämpftes Wirtschaftswachstum gebremst werden, da die Folgen des wirtschaftlichen Zusammenbruchs, insbesondere künstlich am Leben gehaltene „Zombieunternehmen“, auf Jahre hinaus eine Belastung darstellen könnten. Infolgedessen würden die Mietrenditen sinken. Solange sie jedoch deutlich über den Renditen von Staatsanleihen liegen, dürften die Anleger weiterhin Kapital in den Immobilienmarkt umschichten.

Drohende Immobilienblasen

20

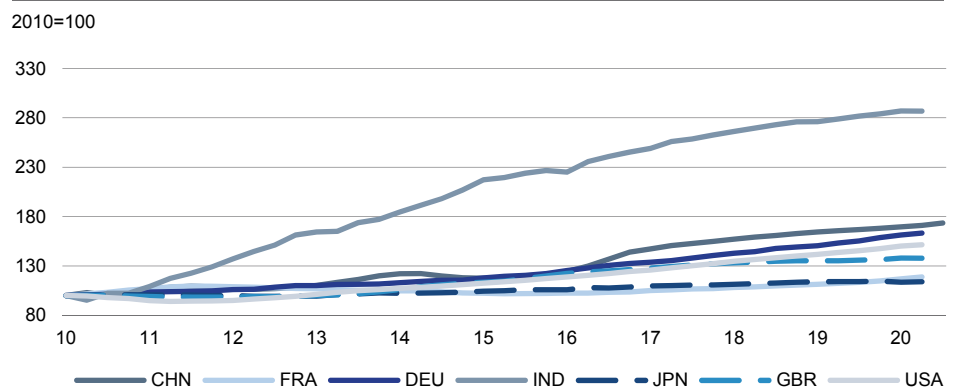
In einigen Ländern könnten die weiteren Anstiege der Preise für Wohnraum zu starken Überbewertungen oder sogar zu einer Immobilienblase führen. Das gilt für Deutschland, wo die Pandemie den Boom, der vor mehr als zehn Jahren begann, nicht beendet hat. Die Überhitzung des Immobilienmarktes ist auch in China ein Risiko. Die staatlichen Stellen ergriffen im dritten Quartal verschiedene Gegenmaßnahmen. So führte eine Reihe von Städten Beschränkungen für Hauskäufer ein. Auch die Aufnahme von Krediten durch Bauträger wurde eingeschränkt. Die Folge davon war, dass die Immobilienverkäufe ebenso wie das Preiswachstum im September nachließen.

... vor allem im Wohnungsbau

Das gilt insbesondere für den Wohnungsmarkt, der im Vergleich zum gewerblichen Immobilienmarkt als weniger risikoreich und in vielen Ländern als von der Pandemie weniger stark beeinträchtigt angesehen wird. Im gewerblichen Sektor erhöhen das Arbeiten von zu Hause, der Boom des Onlinehandels auf Kosten der traditionellen Einzelhändler sowie die negativen Auswirkungen auf den Hotelmarkt das Risiko von Überkapazitäten. Die große Frage lautet, ob die durch die Pandemie verursachten Verhaltensänderungen auch nach Corona beibehalten werden. Viele Anleger nehmen vielleicht an, dass die Nachfrage nach Gewerbeflächen wesentlich geringer sein könnte, und bevorzugen den Wohnsektor. Die Immobilienpreise entwickelten sich im Großen und Ganzen im Einklang mit diesen Überlegungen. Im zweiten Quartal 2020 sind die Preise für Wohnimmobilien gegenüber dem Jahresende 2009 in sechs der „Big 7“-Länder gestiegen, in einigen Fällen sogar deutlich. Im Gegensatz dazu entwickelten sich die Preise für Gewerbeimmobilien in der gleichen Zeitspanne relativ schleppend.

Nominale Wohnimmobilienpreise

21



Hinweis: Letzter Datenpunkt: Q2, Ausnahme: China Q3

Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

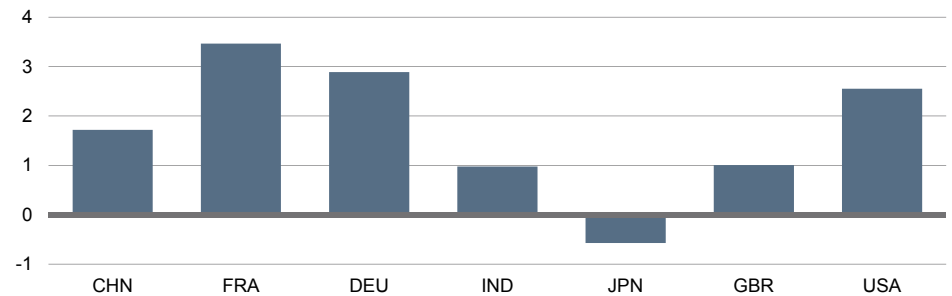


November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Nominale Wohnimmobilienpreise

22

% in Q2 2020 relativ zu Q4 2019



Quellen: Deutsche Bank Research, Haver Analytics LP, OECD

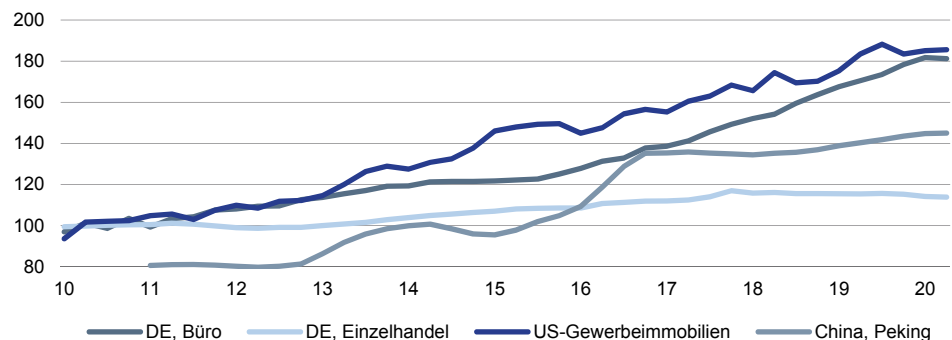
Auswirkungen auf den Bausektor

Diese Entwicklungen im Finanzmarkt haben möglicherweise auch große Auswirkungen auf den Bausektor. Angesichts dessen, dass die Wohnraumpreise die Preise für Gewerbeflächen übersteigen, ziehen Bauträger möglicherweise Wohnprojekte den Gewerbeprojekten vor. Ist das Arbeiten von zu Hause die neue Normalität, wird auch die Nachfrage nach Büroraum zurückgehen und die Nachfrage nach Wohnraum steigen. Infolgedessen könnte sich für den globalen Bausektor eine höhere Nachfrage nach Produkten für den Wohnungsmarkt und eine geringere Nachfrage für den gewerblichen Immobilienmarkt ergeben. International vergleichbare Daten über die Größe der Teilsektoren sind nur schwer zu bekommen. Der deutsche Markt dürfte jedoch eine hilfreiche Bezugsgröße sein. Dort entfallen etwa 60% der Produktion auf den Wohnungsmarkt, 30% auf den gewerblichen Markt und etwa 10% auf den öffentlichen Sektor. Obwohl es sicherlich länderspezifische Unterschiede gibt, haben wohl alle Länder gemein, dass der Wohnbau größer ist als der Gewerbebau. Ein weiteres Beispiel sind die USA. Basierend auf dem Ausgabenansatz entfallen rund 55% der Bauinvestitionen auf den Wohnungsbau und 45% auf den Gewerbebau. Wir erwarten, dass der Sektor insgesamt wachsen dürfte. Deshalb gehen wir davon aus, dass der mögliche Nachfragerückgang im gewerblichen Immobilienmarkt durch eine zusätzliche Nachfrage im Wohnungsmarkt ausgeglichen wird. Darüber hinaus könnte auch der öffentliche Sektor aufgrund der riesigen Konjunkturpakete an Bedeutung gewinnen. Wie oben bereits erläutert, könnte das vor allem dann der Fall sein, falls ein Biden-Triumph ein großes Infrastruktur-Investitionsprogramm in Gang setzte.

Nominale Gewerbeimmobilienpreise

23

2010=100



Hinweis: Letzter verfügbarer Datenpunkt: Q2

Sources: BIS, Deutsche Bank Research

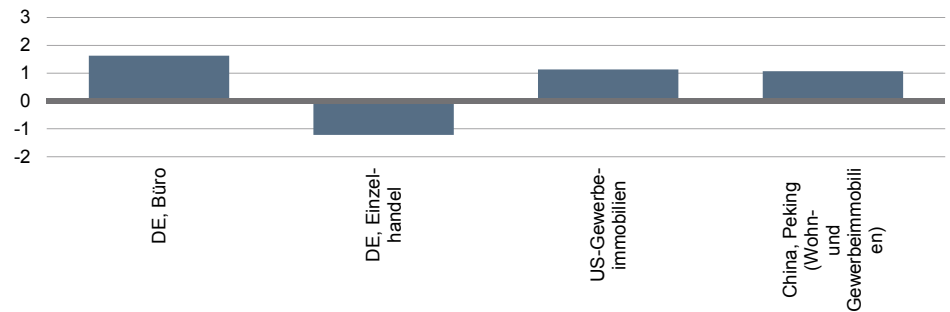


November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Nominale Gewerbeimmobilienpreise

24

% in Q2 2020 relativ zu Q4 2019

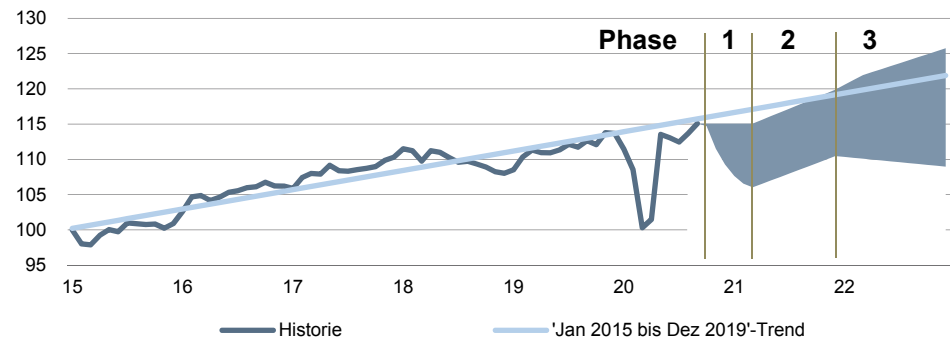


Quellen: BIZ, Deutsche Bank Research

2015-2022 Globale Bauproduktion

25

2015 Jan =100,



Quellen: Deutsche Bank Research, Haver Analytics LP, OECD

Deutsche Bank Research
FX Prognosen (03.11.2020)

26

	Aktuell	Dez 2020	Dez 2021	Dez 2022
EUR/USD	1,18	1,20	1,25	1,30
USD/JPY	105	100	90	95
EUR/JPY	124	120	113	124
USD/FX	0,77	0,80	0,76	0,72
EUR/GBP	0,91	0,96	0,95	0,93
GBP/USD	1,29	1,25	1,32	1,40
USD/CNY	6,81	6,80	6,50	6,50
EUR/CNY	7,90	8,16	8,13	8,45
USD/INR	73,42	75,00	77,00	
EUR/INR	86,52	90,00	96,25	

Quellen: Nationale Behörden, Deutsche Bank Research, Bloomberg Finance LP, Datastream

Globaler Ausblick auf die Produktion im Jahr 2020 und darüber hinaus

Angesichts der ungewöhnlichen Unsicherheitsmargen ist es unserer Ansicht nach wenig hilfreich, zwischen einem Basisszenario und einem Abwärtsszenario zu unterscheiden. Stattdessen geben wir Bandbreiten plausibler Entwicklungen an. Wir sind der Auffassung, dass die globale Produktion in den kommenden Jahren von drei Phasen bestimmt werden könnte. Die erste Phase dauert von heute bis März 2021. In diesem Zeitraum werden die epidemiologische Entwicklung sowie die Auswirkungen der Teil-Lockdowns die Entwicklung der Bauleistung dominieren. Im besten Fall wird der Bausektor kaum betroffen und die Produktion bleibt über den Winter stabil. Dieses Szenario bedeutet, dass die negativen epidemiologischen Entwicklungen in Europa und den USA das erwartete Wachstum in China ausgleichen. Wir prognostizieren, dass die chinesischen Gesamtinvestitionen in Sachanlagen, die sich aus Fertigungs-, Infrastruktur- und Immobilieninvestitionen zusammensetzen, für das Gesamtjahr 2021 um 7% wachsen werden. Unsere Annahme des schlimmsten Falls ist ein weltweiter Produktionsausfall in Höhe von zwei Dritteln des Produktionsausfalls der ersten Jahreshälfte. Demnach würde die Produktion von September 2019 bis März 2020 um fast 8% schrumpfen. In der zweiten Phase von April bis Dezember 2021 wird ein Produktionswachstum erwartet. Eine verbesserte epidemiologische Situation während der Sommermonate dürfte ebenso wie Fortschritte an der Impfstofffront für eine Wiederbelebung der Wirtschaft sorgen. Obwohl die Einführung des Impfstoffs wahrscheinlich einige Zeit in Anspruch nehmen wird, ist nach unserer Auffassung die Annahme vernünftig, dass im Sommer 2021 ein



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

relativ sicherer Impfstoff zur Verfügung steht. Wir gehen außerdem davon aus, dass ein weiterer Lockdown Ende 2021 vermieden werden könnte. Im Jahr 2022 wird sich die neue wirtschaftliche Normalität herausbilden. Im schlimmsten Fall überwiegt die geringere Nachfrage nach Gewerbeimmobilien die potenziell höhere Nachfrage nach Wohnimmobilien und die zusätzliche Nachfrage aus dem öffentlichen Sektor. Im positiven Fall tritt das Gegenteil ein und das weltweite Produktionsniveau steigt deutlich an. Die Untergrenze der in der Grafik 25 schattiert dargestellten Prognose impliziert die folgenden Wachstumsraten im Jahresdurchschnitt: 2020: -1,1%, 2021: -4,3% und +1,5%. Die Obergrenze impliziert 2020: -0,3%, 2021: +2%, 2022: +5,4%. Benchmark: Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 2015 bis 2019 betrug 2,7%. Unsere Ober- und Untergrenzen zeigen also aus historischer Sicht potenziell große Ausschläge. Die Unternehmenszahlen können aber auch stark von den Wechselkursen abhängen. Tabelle 26 enthält den Überblick über unsere Prognosen für die großen Währungspaare.

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

Sanjay Raja (+44 20 754 50530, sanjay.raja@db.com)

Yi Xiong (+852 2203 6139, yi.xiong@db.com)



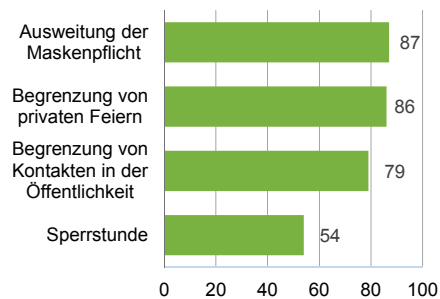
Politische und öffentliche Debatte über Deutschlands Corona-Politik nimmt zu

- Während Umfragen eine breite Unterstützung für den Regierungskurs in der Pandemie zeigen, gewinnt die politische Auseinandersetzung an Fahrt. Abgeordnete aller Parteien diskutieren die rechtlichen Grundlagen der Einschränkungen und die Rolle der Parlamente bei den Entscheidungen.
- Der für Dezember geplante CDU-Parteitag wird nun wohl Mitte Januar stattfinden. Über die genauen rechtlichen und technischen Möglichkeiten wird auf der CDU-Vorstandssitzung am 14. Dezember entschieden.

Die meisten stimmen strengeren Maßnahmen zu

1

% der Befragten, die Maßnahme für richtig halten



Quelle: Politbarometer, 23. Oktober 2020

Wegen der hohen Infektionszahlen haben Bund und Länder substantielle Einschränkungen für den November beschlossen. Zur Mitte des Monats soll die Effektivität der Maßnahmen beurteilt werden. Bisher konnten sich die politischen Verantwortlichen für ihr Krisenmanagement auf breite öffentliche Unterstützung verlassen (s. Grafik). Eine neue Umfrage (ARD DeutschlandTrend Extra) zeigt allerdings, dass sowohl der Anteil derer, die striktere Maßnahmen unterstützen, gestiegen ist (32%) als auch derer, denen die Einschränkungen zu weit gehen (15%). Dies legt nahe, dass die Meinungen über die richtige Balance der Pandemiebekämpfung konfrontativer werden, selbst wenn eine Mehrheit der Bevölkerung den Kurs noch mitträgt. Die Politik bleibt gefordert, mit besseren Erklärungen die Bereitschaft der Bevölkerung zur Einhaltung der (auch freiwilligen) Regeln sicherzustellen. Kanzlerin Merkel hat in ihrer jüngsten Regierungserklärung im Bundestag und nochmal in einer PK am 2.11. sicher auch deshalb ausführlich zu den politischen und rechtlichen Beweggründen und den Zielen der jüngsten Beschlüsse Stellung genommen.

Nachdem die Pandemie länger als vielfach gedacht andauern wird, hat sich eine stärkere politische Debatte an zwei Fragen entzündet: Erstens, stößt der Föderalismus nach seinen anfänglichen Erfolgen im Krisenmanagement nun an seine Grenzen? Zweitens, sollten die Parlamente stärker an den Entscheidungen über Krisenmaßnahmen beteiligt werden?

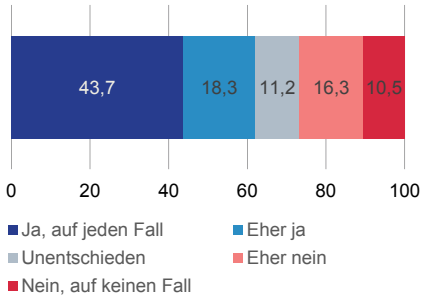
Viele Beobachter führen das bisher erfolgreiche deutsche Krisenmanagement auch auf seine föderalen Strukturen und die Möglichkeit, lokal und regional zügig auf das Infektionsgeschehen zu reagieren, zurück. In der Tat hat sich diese Flexibilität als Vorteil erwiesen. Inzwischen werden aber Stimmen lauter, die die bisherige Situation v.a. als Flickenteppich unterschiedlicher Regeln bewerten. Dies kann schlimmstenfalls dazu führen, dass sich das inkonsistente Regelwerk als wenig effektiv erweist und seine Intransparenz die Bereitschaft, die Regeln auch einzuhalten, mindert. So stießen die von den einzelnen Bundesländern erlassenen unterschiedlichen Reisebeschränkungen auf besondere Kritik (auch rechtlich). Freilich sind Maßnahmen, die den Alltag der Menschen am meisten verändern (Schulen, Öffnungszeiten, private und öffentliche Kontaktbeschränkungen), Länderkompetenz. Umso erfreulicher, dass das Treffen von Kanzlerin Merkel mit den 16 Ministerpräsidenten letzte Woche zu einer einvernehmlichen Entscheidung über den bundesweiten Lockdown light geführt hat. Im Nachgang haben die Bundesländer mit Regierungserklärungen der MP und mit parlamentarischen Sondersitzungen die Beschlüsse (mit geringen Modifikationen) in entsprechende Verordnungen überführt. MP Söder – sicher unverdächtig, Länderkompetenzen voreilig preiszugeben – hatte kürzlich zudem Bayerns Bereitschaft erklärt, die Regelungskompetenz für gewisse Aspekte dem Bund zu übertragen, um bundesweit einheitliche Regeln zu gewährleisten. Damit dürfte die föderale Kompetenzteilung und gleichzeitig die Notwendigkeit, eine konsistente Krisenstrategie zu betreiben, wichtiger Diskussionspunkt für die weiteren Bund-Länder-Treffen bleiben.



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Wunsch nach mehr Beteiligung der Parlamente an Corona-Entscheidungen 2

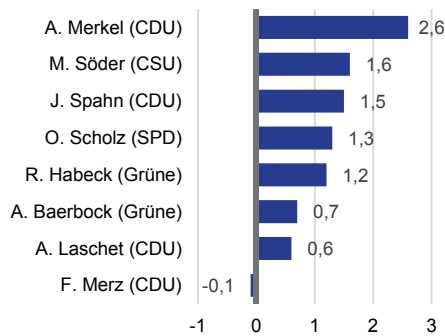
Sollten die Landesparlamente und der Bundestag stärker an Corona-Entscheidungen beteiligt werden? (in %)



Quelle: Spiegel, 22. Oktober, 2020.

Beurteilung deutscher Spitzenpolitiker nach Sympathie und Leistung 3

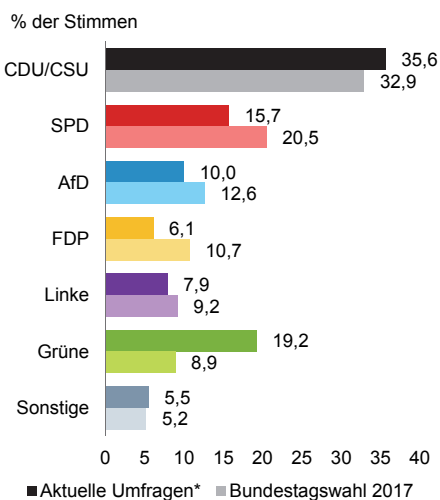
"Was halten Sie von?...", Skala von +5 (höchste Meinung bis -5 (niedrigste Meinung))



Zu den 10 beliebtesten Politiker zählen auch H. Maas (SPD, 1,2) und H. Seehofer (CSU, 0,3).

Quelle: Forschungsgruppe Wahlen Politbarometer Oktober

Aktuelle Stärke der Parteien & Ergebnis der Bundestagswahl 2017 4



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

Quelle: Wahlrecht.de, 3. November 2020

Der andere Aspekt der zunehmenden Debatte dreht sich um die rechtlichen Voraussetzungen für eine (zu?) starke Exekutivlastigkeit der Krisenpolitik und die Rolle der Parlamente, was sich auch in einer steigenden Anzahl von Befassungen der Gerichte mit einzelnen Maßnahmen widerspiegelt. Hintergrund ist, dass nicht nur die Bundesregierung, sondern auch die Landesregierungen seit der Feststellung der landesweiten Pandemielage durch den Bundestag im März ermächtigt sind (derzeit begrenzt bis März 2021), per Rechtsverordnungen diverse Grundrechte einzuschränken. Dies war zu Beginn der Pandemie sicherlich angebracht, aber angesichts ihres Fortdauerns wachsen die Bedenken unter den Juristen und den Parlamentariern über eine reine Verordnungspolitik. Abgeordnete nicht nur der Oppositionsparteien, sondern auch von CDU/CSU und SPD, dringen darauf, die Krisenpolitik im Bundestag bzw. den Länderparlamenten stärker und für die Öffentlichkeit nachvollziehbarer zu debattieren. Zudem wird die mangelnde Bestimmtheit der Ermächtigungsgrundlagen im Infektionsschutzgesetz kritisiert und soll präziser und damit rechtssicherer formuliert werden. SPD und die FDP haben sich mit entsprechenden Vorschlägen geäußert, zu denen sog. „Sunset clauses“ gehören, um die Verhältnismäßigkeit der Regeln sicherzustellen oder einen parlamentarischen Entscheidungsvorbehalt bei Verordnungen. Das BMG arbeitet ebenfalls an einer Reform des Infektionsschutzgesetzes. Eine breitere und öffentliche parlamentarische Debatte auf Bundes- und Länderebene über die (verfassungs-)rechtlichen und demokratischen Grundlagen der z.T. sehr weitreichenden Krisenmaßnahmen ist wünschenswert. Sie dürfte nicht nur dazu beitragen, ein breites Verständnis der Bevölkerung für den Kurs der Politik in Pandemiezeiten zu sichern, sondern würde Corona-skeptischen Bewegungen auch das Argument entziehen, das Vorgehen der Exekutive sei vermeintlich nicht demokratisch legitimiert.

Angesichts des dynamischen Infektionsgeschehens hatte der CDU-Vorstand einhellig beschlossen, den für Anfang Dezember geplanten Parteitag erneut zu verschieben – ohne sich auf ein neues Datum festzulegen. Dies stieß auf heftige Kritik v.a. von Friedrich Merz, aber auch einigen Landesverbänden. Über das Wochenende wurde der schwelende Konflikt über Termin und Format der Wahl nun beigelegt. Die drei Kandidaten Laschet, Merz und Röttgen haben den CDU-Vorstand gebeten, Mitte Januar 2021 den Parteitag durchzuführen. Über das Verfahren sowie die rechtlichen und technischen Möglichkeiten soll auf der CDU-Vorstandssitzung am 14. Dezember entschieden werden. Während weiterhin ein Präsenzparteitag der 1001 Delegierten präferiert wird, gilt andernfalls ein Online-Parteitag mit digitaler Wahl des Bundesvorstands als wahrscheinlich. Um digitale Parteitage rechtssicher zu machen, v.a. hinsichtlich der Personalwahlen, hatte Bundestagspräsident Wolfgang Schäuble (CDU) den Wissenschaftlichen Dienst des Bundestags zwischenzeitlich um Empfehlungen dazu gebeten. Auch Vertreter anderer Parteien zeigten große Bereitschaft, das Parteiengesetz (oder gegebenenfalls auch das Grundgesetz) so anzupassen, dass Parteitage virtuell unter Pandemiebedingungen Personalentscheidungen treffen können. Ob sich die erneute Verschiebung des Parteitags zugunsten des einen oder des anderen Kandidaten auswirken könnte – Merz führt derzeit in Umfragen (laut Civey für Spiegel sprechen sich 26% der Befragten für ihn aus; aktuelle Mitgliederbefragung der Jungen Union 51,6% pro Merz) – ist offen. Ebenso ist offen, ob sich die parteiinterne Kontroverse über das weitere Verfahren auf die Umfragewerte der CDU/CSU auswirkt (s. Grafik). Auf jeden Fall wird der Zeitplan für die CDU zu Beginn des Wahljahres 2021 immer voller, mit dem Parteitag und der Wahl des Parteivorsitzenden Mitte Januar, den im März anstehenden Landtagswahlen in Baden-Württemberg und Rheinland-Pfalz sowie der Nominierung des gemeinsamen Kanzlerkandidaten der CDU/CSU rechtzeitig zum Auftakt der heißen Phase des Wahlkampfes.

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

Ursula Walther (ursula.walther@db.com)



Offene Grenzen in der EU sind auch für Deutschland von entscheidender Bedeutung

- In ganz Europa steigen die COVID-19-Infektionszahlen an, wobei sich jedoch das Tempo der Ausbreitung und das Ausmaß der jeweils ergriffenen Gegenmaßnahmen unterscheiden.
- Im Zuge der ersten Infektionswelle wurden Grenzen zwischen den EU-Mitgliedstaaten geschlossen, was den Binnenhandel und die Wirtschaft in Mitleidenschaft zog.
- Offene Grenzen sind eine wesentliche Errungenschaft des europäischen Binnenmarkts. COVID-19 gefährdet nun gerade diese zentrale Voraussetzung für einen reibungslosen Handel und die Freizügigkeit der Arbeitskräfte.
- Das gestiegene Bewusstsein der Regierungen für die Notwendigkeit der grenzüberschreitenden wirtschaftlichen Zusammenarbeit hat zu verstärkten Anstrengungen auf EU-Ebene geführt, die nationalen COVID-19-Maßnahmen besser zu koordinieren. Dies sollte weitere Grenzschließungen verhindern – jedenfalls, soweit sie den freien Verkehr von Gütern und Arbeitskräften (geschäftliche und berufliche Kontakte) behindern.

Reisebeschränkungen treffen den Binnenmarkt ins Herz

Um dem starken und raschen Anstieg von Coronavirus-Ansteckungen in Europa entgegenzuwirken, haben Regierungen in den letzten Tagen und Wochen die Maßnahmen zur Eindämmung des Virus verschärft. Dazu gehören Teil-Lockdowns, wie sie kürzlich von Frankreich und Deutschland in einer scheinbar koordinierten Weise verhängt wurden. Unter diesen Umständen sind nicht notwendige Reisen nicht weiter erwünscht und wurden daher eingeschränkt. So dürfen beispielsweise in Deutschland Hotels und andere Unterkünfte im November keine Touristen beherbergen. Der grenzüberschreitende Verkehr war schon zuvor bereits weitgehend eingeschränkt durch Reisewarnungen, häufig kombiniert mit Quarantäne- oder Testanforderungen. Auch Deutschland hat zu solchen Maßnahmen gegriffen und seit Mitte Juli immer mehr europäische Länder und Regionen aufgrund der Infektionszahlen zu Risikogebieten erklärt.²⁰ Zurzeit sind alle EU-Staaten auf der deutschen Risikoliste, entweder ganz oder mit bestimmten Regionen (nur das EFTA-Land Norwegen wird nicht als Risikogebiet eingestuft). Auslandsreisen sind nach wie vor erlaubt, auch wenn davon abgeraten wird. Reisende aus Risikogebieten müssen sich nach der Ankunft in Deutschland selbst isolieren (einige Ausnahmen gelten z.B. für Grenzgänger oder Transitreisende). Am 8. November sollen neue Regelungen in Kraft treten; die Isolation wird dann auf 10 Tage verkürzt. Sie kann frühestens nach 5 Tagen durch Vorlage eines negativen Testergebnisses beendet werden (aktuell: 14 Tage Isolation oder Vorlage eines aktuellen negativen Testergebnisses). Für die Umsetzung der Vorgaben sind die Länder zuständig, sodass möglicherweise innerhalb Deutschlands unterschiedliche Regelungen gelten werden.²¹ Zudem beschloss die Bundesregierung vergangene Woche, dass Personen, die wegen einer vermeidbaren Reise in ein Risikogebiet in Quarantäne müssen und daher nicht zur Arbeit gehen können, künftig keinen Anspruch auf Verdienstausschlag haben. Neben dem Infektionsrisiko und der Unsicherheit über die Qualität der örtlichen Gesundheitsversorgung schrecken solche Auflagen die Menschen von Reisen in Risikogebiete ab. Insofern sind Reisewarnungen durchaus effektiv und wirken

²⁰ Laut dem Auswärtigen Amt können Reisewarnungen ergehen (oder erneut ergehen), wenn die Gesamtzahl der Neuinfektionen in einem Land oder einer Region in den vergangenen sieben Tagen auf über 50 pro 100.000 Einwohner ansteigt.

²¹ Auswärtiges Amt und Bundesministerium für Gesundheit.



sich in der Praxis kaum anders aus als Reiseverbote (vgl. Aktueller Kommentar, 28. September 2020).

Auch andere Länder haben vergleichbare Reisebeschränkungen verhängt. Dies führt zu einem sich ständig ändernden Flickenteppich der Regelungen in Europa, was die Bewegungsfreiheit zusätzlich einschränkt. Im Sinne einer besseren Abstimmung einigten sich die EU-Länder vor Kurzem auf ein Ampelsystem, das Regionen anhand der Infektionszahlen einstuft. Die gemeinsame Datenbank wird zumindest für eine gewisse Klarheit sorgen. Dies gilt vor allem für „grüne“ Regionen mit niedrigem Infektionsrisiko, für die keinerlei Reiseeinschränkungen verhängt werden sollen. Bei „oranzen“ und „roten“ Regionen mit mittlerem bis hohem Infektionsrisiko bleibt die Lage nach wie vor uneinheitlich und komplex.

Verbunden mit diesem Durcheinander bei den Reiseeinschränkungen besteht zudem die Sorge, dass das Schengen-Abkommen und dessen Vision von einem passfreien, grenzenlosen Europa Schaden nehmen könnten (vgl. Grafik 1 und Aktueller Kommentar, 7. April 2020). Dabei geht es um das Herzstück der europäischen Integration: Ein funktionierender Schengen-Raum ist von zentraler Bedeutung für den Binnenmarkt, vor allem im Hinblick auf den freien Güter- und Personenverkehr, wie EU-Kommissionspräsidentin von der Leyen in ihrer Rede zur Lage der Union 2020 betont hat. Inzwischen funktioniert der Schengen-Raum wieder besser als zu Beginn der Pandemie, als die Länder ihre Grenzen einseitig schlossen, sodass Gütertransporte und Reisende an einigen Grenzübergängen festsaßen. Auch Deutschland hat zu dieser Aushöhlung des Binnenmarkts und der europäischen Solidarität beigetragen, indem es Exporte von medizinischen Gütern stoppte und so Lieferketten im Handel mit Italien gefährdete. Darüber hinaus führte die frühe Schließung der deutschen Grenzen zu Lkw-Staus an der polnischen Grenze. Inzwischen wurden diese drastischen Maßnahmen wieder aufgehoben. Dennoch sind die sich laufend ändernden, restriktiven Vorschriften für einen Grenzübertritt weder für die Menschen noch für die Unternehmen zufriedenstellend, die sich auf das Versprechen eines offenen Europas verlassen und in dieser Hinsicht Planungssicherheit benötigen. Auch heizen die Reisebeschränkungen ohnehin schon bestehende politische Spannungen zwischen den Schengen-Ländern an und drohen, das Abkommen auszuhöhlen.

Das Schengen-Abkommen

1

Das Schengen-Abkommen trat 1995 in Kraft und sieht die Abschaffung der Kontrollen an den gemeinsamen Grenzen der Mitgliedstaaten vor. Heute zählt der Schengen Raum 26 Mitgliedstaaten (22 EU-Staaten ohne Irland, Rumänien, Bulgarien, Zypern und Kroatien sowie die vier nicht-EU Staaten Island, Liechtenstein, Norwegen, Schweiz).

Nach Schengener Grenzkodex können in Situationen, welche die öffentliche Ordnung oder die innere Sicherheit ernsthaft bedrohen, Grenzkontrollen vorübergehend wiedereingeführt werden:

- Art. 25 vorhersehbare Fälle (z.B. große Sportveranstaltungen), max. 6 Monate
- Art. 28 Fälle, die sofortiges Handeln erfordern, max. 2 Monate

Quelle: Europäische Kommission

Wirtschaftliche Implikationen von Reisebeschränkungen

Zwischen den Ländern der EU bestehen enge wirtschaftliche Beziehungen, sowohl entlang der Wertschöpfungsketten als auch im Handel. Daher spielt der Umfang von Reisebeschränkungen eine wichtige Rolle, wenn es um die wirtschaftlichen Auswirkungen der Krise geht.²² Einige EU-Länder sind aufgrund ihrer intensiven Einbindung in den Handel bzw. die Wertschöpfungsketten besonders anfällig. Dies gilt insbesondere für Deutschland, das im Zentrum des europäischen Handelsnetzes liegt – zusammen mit anderen großen Ländern (FR, IT, ES), kleinen, offenen Volkswirtschaften (AT, BE, NL, CH) und den Visegrad-Ländern (CZ, HU, PL, SK) (vgl. Grafik 2 und Deutschland-Monitor, 8. Juni 2020). Für Deutschland ist Europa ungeachtet der Globalisierung nach wie vor der wichtigste Handelsraum: Im Jahr 2019 belief sich der Anteil europäischer Länder (EU-27, Großbritannien, EFTA²³ und weitere Länder) an den gesamten

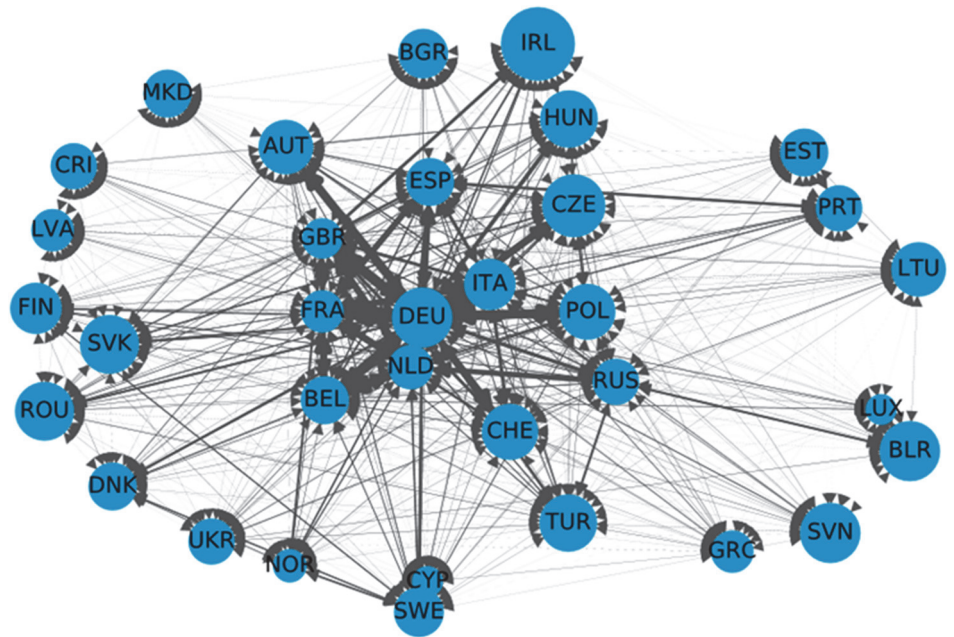
²² In ihrer Frühling-Konjunkturprognose vom Mai 2020 benennt die EU-Kommission die mangelnde Abstimmung zwischen den EU-Ländern, vor allem in Bezug auf die Freizügigkeit der Arbeitskräfte, als ein Risiko, das sich auf die Konjunkturerholung auswirken kann.

²³ European Free Trade Area (EFTA): Island, Liechtenstein, Norwegen, Schweiz. Diese Länder gehören auch dem Schengen-Raum an.



deutschen Güterexporten und -importen auf rund 68%. Rund 28% der Arbeitsplätze in Deutschland hängen direkt oder indirekt vom Export ab.²⁴ Die Exporte brachen zum Beginn der Pandemie ein, was vor allem auf Unterbrechungen der Lieferketten infolge von Lockdowns zurückzuführen war. Seither haben sich die Exporte in den europäischen Markt allmählich erholt. Allerdings wird der Aufschwung durch Nachfragerückgänge in einigen strukturell schwachen Märkten gedämpft – und neuerliche Reisebeschränkungen erschweren die Situation zusätzlich. Diese wirken sich in mehrerlei Hinsicht auf die Wirtschaft aus:

Deutschland im Zentrum des europäischen Handelsnetzwerkes 2019



Legende: Gerichtete Kanten = Exporte von Land X zu Land Y, Größe der Knoten = Anteil der Wertschöpfung des Verarbeitenden Gewerbes am BIP in %, Dicke der Kanten = Handelsgewicht in % des globalen Handels.

Länderkürzel: AUT = Österreich, BEL = Belgien, BGR = Bulgarien, BLR = Weißrussland, CHE = Schweiz, CRI = Kroatien, CYP = Zypern, CZE = Tschechien, DEU = Deutschland, DNK = Dänemark, ESP = Spanien, EST = Estland, FIN = Finnland, FRA = Frankreich, GBR = Großbritannien, GRC = Griechenland, HUN = Ungarn, IRL = Irland, ITA = Italien, LTU = Litauen, LUX = Luxemburg, LVA = Lettland, MKD = Nordmazedonien, NLD = Niederlande, NOR = Norwegen, POL = Polen, PRT = Portugal, ROU = Rumänien, RUS = Russland, SVK = Slowakei, SVN = Slowenien, SWE = Schweden, TUR = Türkei, UKR = Ukraine

Quellen: Deutsche Bank Research, IWF

- **Exporte:** Reisebeschränkungen wirken sich vor allem auf Dienstleistungsexporte aus, die im Jahr 2019 rund 20% der deutschen Exporte ausmachten. Insbesondere der Konsum durch ausländische Kunden (Tourismus, Dienstleistungen in Grenzregionen) und im Ausland erbrachte Dienstleistungen (z.B. Installation oder Wartung von Maschinen) sind betroffen.²⁵ Güterexporte scheinen derzeit von Reisebeschränkungen innerhalb Europas nicht stark betroffen zu sein, wenngleich es einige Beschwerden gibt, über eine unzureichende Umsetzung von „Green Lanes“, über Staus aufgrund von Grenzkontrollen und über Quarantäneregeln für Lkw-Fahrer. Beispielsweise forderten jüngst die Wirtschaftsverbände Confindustria und BDI in einer gemeinsamen Erklärung die Europäische Kommission dazu auf, den freien

²⁴ Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (2020). Fakten zum deutschen Außenhandel.

²⁵ WTO (2020). Cross-border mobility, COVID-19 and global trade.

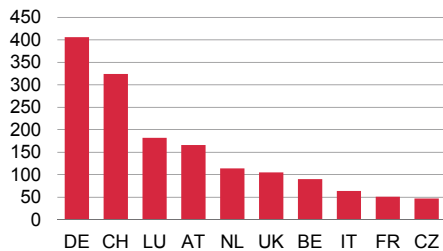


November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Top-10 Arbeitsländer für Grenzgänger

3

Grenzgänger nach Arbeitsland (2018), Tsd.

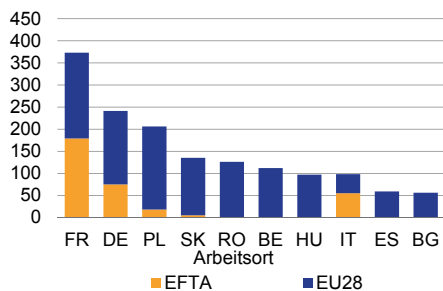


Quelle: Europäische Kommission (2019). Annual report on intra-EU labour mobility.

Top-10 Wohnsitzländer von Grenzgängern

4

Grenzgänger nach Wohnsitzland (2018), Tsd.

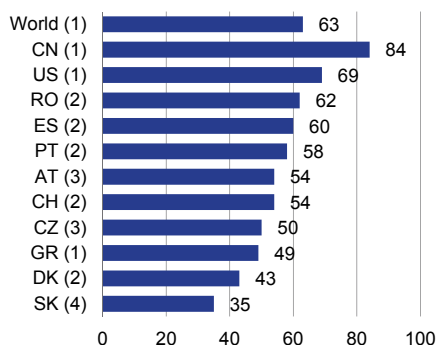


Quelle: Europäische Kommission (2019). Annual report on intra-EU labour mobility.

Reisebeschränkungen sind aus Sicht von int. deutschen Unternehmen ein Problem

5

% der Unternehmen, die Reisebeschränkungen in der genannten Region als besondere Belastung im Zusammenhang mit COVID-19 ansehen



In Klammern: Rang Reisebeschränkungen unter 9 von den Unternehmen genannten besonderen Belastungen im Zusammenhang mit COVID-19. Umfrage unter 3.300 deutschen Unternehmen im Ausland.

Quelle: AHK World Business Outlook, Juli 2020.

Warenverkehr im Binnenmarkt sicherzustellen, wobei sie sich insbesondere auf anhaltende Schwierigkeiten am Brennerpass bezogen. Studien zu den Vorteilen des Schengen-Abkommens für den Handel zeigen, dass Wartezeiten an den Grenzen, die durch wieder eingeführte Grenzkontrollen entstehen, rasch zu Kosten führen. Das Schengen-Abkommen bietet für den Handel vor allem den Vorteil, dass Grenzen rasch überquert werden können und Bürokratie nahezu vollständig abgebaut wurde. Dies senkt die Transportkosten. Einer Studie zufolge kommt die Abschaffung von Grenzkontrollen an einer Grenze einer Zollsenkung um 0,7%-Punkte gleich. Würden dagegen im gesamten Schengen-Raum wieder Grenzkontrollen eingeführt, könnte das BIP der EU-28 (einschließlich Großbritanniens) laut Schätzungen auf der Grundlage der Daten für das Jahr 2011 um 0,3% oder rund EUR 40 Mrd. sinken.²⁶ Dies stimmt mit den Resultaten einer anderen Studie überein, die annimmt, dass die Importkosten bei einer hypothetischen Wiedereinführung von Grenzkontrollen im Schengen-Raum um 1% ansteigen würden. Nach dieser Schätzung würde das BIP der EU-24²⁷ um 0,4% reduziert, was rund EUR 470 Mrd. für den Zeitraum von 2016 – 2025 oder im Durchschnitt EUR 47 Mrd. p.a. entspräche.²⁸

- **Freizügigkeit der Arbeitskräfte:** Obwohl die EU-Kommission Leitlinien erlassen hat, in denen sie die Mitgliedstaaten auffordert, die Freizügigkeit von Arbeitskräften in „systemrelevanten Funktionen“²⁹ nicht einzuschränken, sind diese nichtsdestotrotz zuweilen von Reisebeschränkungen betroffen. Die Wiedereinführung von Grenzkontrollen und die damit einhergehenden Wartezeiten wirken sich etwa auf Grenzgänger aus; in einigen Fällen müssen sie sogar obligatorische Corona-Tests absolvieren (Bayern z.B. hat eine Testpflicht für alle Grenzgänger eingeführt). Rund 1,9 Millionen Arbeitnehmer arbeiteten im EU-28-/EFTA-Raum im Jahr 2018 als Grenzgänger, was rund 0,8% aller Arbeitnehmer entspricht; viele von ihnen leben oder arbeiten in Deutschland (Grafiken 3 und 4). Auch wird es durch Reisebeschränkungen schwieriger, Fachkräfte im Ausland zu suchen. Dies könnte einer der Gründe für die niedrigere Zuwanderung nach Deutschland in H1 2020 sein (Statistisches Bundesamt, 13. Oktober 2020). Insgesamt können diese Einschränkungen der Personenfreizügigkeit die effiziente Allokation von Arbeitskräften hemmen und ungünstige Auswirkungen für Länder haben, in denen es wie in Deutschland an Fachkräften mangelt.

- **Geschäftsreisen:** Reisebeschränkungen erschweren auch Geschäftsreisen, die für im Ausland tätige Unternehmen wichtig sind, um Neugeschäft anzubahnen, die Beziehungen zu Kunden und Lieferanten zu pflegen und Investitionen vorzunehmen. Dies zeigt sich in einer Umfrage der deutschen Außenhandelskammer, der zufolge 63% der im Ausland tätigen deutschen Unternehmen Reisebeschränkungen als besondere Belastung im Zusammenhang mit COVID-19 ansehen. Für Unternehmen aus China oder den USA sind Reisebeschränkungen der wichtigste Anlass zur Sorge. Aber auch für Unternehmen aus europäischen Ländern gehören sie zu den drei bedeutendsten Problemen (nach sinkender Nachfrage und Verschiebung/Streichung von Investitionen; Grafik 5). Dabei sei darauf hingewiesen, dass die meisten Unternehmen Geschäftsreisen selbst einschränken.³⁰

²⁶ Felbermayr et al. (2016). Trade costs of border controls in the Schengen area. Vox-EU, April 27, 2016.

²⁷ EU28 (einschl. Großbritannien) ohne Luxemburg, Malta, Zypern und Kroatien.

²⁸ Bertelsmann Stiftung (2016). Abkehr vom Schengen-Abkommen. Gesamtwirtschaftliche Wirkungen auf Deutschland und die Länder der Europäischen Union.

²⁹ EU-Kommission (2020a). Leitlinien zur Ausübung der Freizügigkeit der Arbeitskräfte während des COVID-19-Ausbruchs.

³⁰ Einer Umfrage des Verbands Deutsches Reisemanagement e.V. (VDR) zufolge haben rund 95% der Unternehmen ihre Geschäftsreisen Anfang Oktober 2020 eingeschränkt.



Sie tun dies zum einen, um die Gesundheit ihrer Arbeitnehmer zu schützen und die entsprechenden Risiken zu minimieren, zum anderen aber wohl auch, um die hohen Planungskosten zu umgehen, die derzeit mit Geschäftsreisen einhergehen.

Politische Implikationen von Reisebeschränkungen für das Schengen-System

Die Freizügigkeit wurde in Europa im März abrupt eingeschränkt, weil zahlreiche Schengen-Länder ihre Grenzen schlossen, um die Ausbreitung des Coronavirus einzudämmen. Die Mitgliedstaaten handelten dabei einseitig ohne gegenseitige Absprachen, was zu einem gewissen Chaos führte. Die Kommission versuchte, die Maßnahmen zu koordinieren und die Binnengrenzen offen zu halten – nicht zuletzt aus Sorge um das Funktionieren des Binnenmarkts. In Leitlinien rief sie die Mitgliedstaaten dazu auf, „Green Lanes“ für den grenzüberschreitenden Güterverkehr einzurichten und die „Freizügigkeit von Arbeitskräften in systemrelevanten Funktionen sicherzustellen“. Außerdem schlug die Kommission eine vorübergehende Schließung der Außengrenzen des Schengen-Raums für nicht dringend erforderliche Reisen aus Drittländern vor. Der Rat befürwortete diese externe Reisebeschränkung am 17. März. Die Kommission hoffte, diese Maßnahme werde zu einer erneuten Öffnung der Binnengrenzen führen. Ganz im Gegenteil fühlten sich jedoch weitere Staaten zu Grenzsicherungen ermutigt; schließlich schien die Kommission zu signalisieren, Grenzsicherungen seien ein legitimes (und angeblich effizientes) Mittel zur Bekämpfung des Coronavirus. Erst als sich die Infektionskurve Mitte Juni abflachte, wurden die Binnengrenzen in relativ gut koordinierter Weise wieder geöffnet. Auch die gemeinsamen externen Reisebeschränkungen wurden für 14 Länder aufgehoben (Europäischer Rat, 30. Juni 2020). Die Genugtuung über die wiedergewonnene Freizügigkeit in Europa war jedoch nicht von langer Dauer. Bereits Mitte Juli führten einige Länder bei wieder ansteigenden Fallzahlen obligatorische Tests und Quarantänen sowie damit einhergehende Grenzkontrollen ein. Ungarn und Dänemark haben inzwischen die Einreise aus bestimmten Gebieten eingeschränkt, sofern diese nicht unbedingt notwendig ist. Belgien hat ein Reiseverbot für Risikogebiete verhängt, es aber zugunsten einer koordinierten europäischen Lösung wieder aufgehoben (Politico, 22. September 2020).

Der Schengener Grenzkodex gestattet es den Mitgliedstaaten, in bestimmten Fällen wieder Grenzkontrollen einzuführen (Grafik 1). Die Pandemie könnte ein solcher Fall sein, wenngleich der Kodex von einer ernsthaften Bedrohung der „öffentlichen Ordnung oder inneren Sicherheit“ und nicht ausdrücklich vom „Gesundheitsschutz“ spricht.³¹ Dass die Reisebeschränkungen in so unkoordinierter Weise erlassen wurden, deutet jedoch auf ein gewisses Misstrauen der Mitgliedstaaten untereinander hin und lässt die Befürchtung aufkommen, das Schengen-System könne dauerhaft Schaden nehmen. Nicht zuletzt steht das System bereits seit der Migrationskrise von 2015/16 unter Druck, während der einige Mitgliedstaaten bereits Grenzkontrollen einführten. Seither bestehen in mehreren Fragen Spannungen zwischen den Schengen-Staaten, die sich jetzt verschärft haben könnten:³²

³¹ Die meisten Beobachter sehen die Pandemie als gerechtfertigter Grund für Grenzkontrollen im Sinne des Schengener Grenzkodex an. Einige Experten vertreten jedoch die Auffassung, Grenzkontrollen und Gesundheitskontrollen seien verschiedene Dinge, die inzwischen zuweilen vermischt würden (CEPS (2020). *Love thy neighbour*).

³² Verschiedene Beiträge: Center for European Reform (2020). *Will the coronavirus pandemic deliver a coup de grâce to Schengen?* Euidea (2020). *Schengen under pressure: Differentiation or Disintegration?* EP Insight (2020). *The COVID-19 emergency and the reintroduction of internal border controls in the Schengen area*; FIIA (2020). *COVID-19 bends the rules on border controls*; Globsec (2020). *Nothing but Schengen matters*; Thym (2020). *Travel bans in Europe: A Legal Appraisal (Part I)*; und wie oben beschrieben: CEPS (2020).



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

1. Unterschiedliche Auslegungen des Grenzkodex und schwache Begründungen für Grenzkontrollen: Die meisten Länder begründeten die Einführung von Grenzkontrollen mit einer ernsthaften Bedrohung, die sofortiges Handeln erfordert (Art. 28 Grenzkodex), manche aber auch mit der Klausel für vorhersehbare Fälle (Art. 25 Grenzkodex), wobei in einigen Fällen damit bereits bestehende Kontrollen ausgeweitet wurden. Einige Länder zogen sogar beide Klauseln gleichzeitig heran. Die meisten Mitgliedstaaten nahmen zudem keine Beurteilung der Notwendigkeit, Angemessenheit und Verhältnismäßigkeit von Grenzkontrollen in Bezug auf die Pandemie vor, wie es nach dem Grenzkodex erforderlich wäre. Die Mitgliedstaaten sind also bei der Begründung von Grenzkontrollen im Falle einer Pandemie, die im Grenzkodex nicht vorgesehen ist, sowohl kreativ als auch vage vorgegangen. Dies hat die Sorge aufkommen lassen, dass die Mitgliedstaaten den Grenzkodex auch in Zukunft großzügig auslegen werden, um Grenzkontrollen im eigenen Interesse zu rechtfertigen.
2. Wiederholte Verlängerungen von „vorübergehenden Grenzkontrollen“: Seit der Migrationskrise 2015/16 haben sechs Länder (AT, DE, DK, FR, NO, SE) ihre Grenzkontrollen über die im Grenzkodex festgeschriebenen Fristen hinaus beibehalten. Im Zuge der Pandemie ist nun die Sorge aufgekommen, dass Grenzkontrollen zu einer neuen Normalität werden und dass die Pandemie als Präzedenzfall für die Einführung und Beibehaltung von Grenzkontrollen dienen könnte.
3. Bildung von Clustern: Die Schengen-Mitgliedstaaten haben ihre Grenzen in unterschiedlicher Weise geschlossen bzw. geöffnet und dabei vor allem auf bestehende Kooperationen und nicht auf die Infektionszahlen abgestellt (so ließ Deutschland im März die Grenze zu den Niederlanden offen, nicht aber zu anderen Ländern; die baltischen Länder öffneten die Grenzen zunächst untereinander; Ungarn hat weniger strikte Einreiseanforderungen für andere Visegrad-Länder verhängt). Eine solche Differenzierung zwischen den Mitgliedstaaten ist aus Sicht der Kommission nicht wünschenswert und missachtet die EU-Rechtsauffassung, der zufolge politische Kohärenz durch eine Gleichbehandlung inländischer und grenzüberschreitender Sachverhalte hergestellt werden soll. Dies wiederum könnte bestehende Spannungen verstärken.
4. Unzureichende Information: Einige Länder haben (entgegen den Bestimmungen im Grenzkodex) die Kommission nicht von der Wiedereinführung von Grenzkontrollen unterrichtet bzw. dies nicht einmal den betroffenen Nachbarstaaten mitgeteilt. Dies zeigt einen Mangel an Kooperation und lässt die häufig engen grenzüberschreitenden wirtschaftlichen Beziehungen außer Acht.
5. Uneinheitliche Aufhebung des Einreisestopps gegenüber Drittstaaten: Trotz einer gemeinsamen Erklärung haben die Schengen-Mitgliedstaaten ihre Außengrenzen für ausgewählte Drittländer nicht in einheitlicher Weise geöffnet. Dies erhöht die Unsicherheit zusätzlich und lässt zudem die Befürchtung aufkommen, dass manche Länder wieder interne Grenzkontrollen einführen könnten, weil sie mit der Grenzpolitik der Nachbarstaaten nicht einverstanden sind.

Auch wenn einige Länder wieder mehr nationale Souveränität über ihre Grenzen anstreben – insbesondere hinsichtlich Migration – sehen wir das Schengen-Abkommen nicht grundlegend infrage gestellt. Erforderlich scheint zurzeit vor allem der Aufbau von Vertrauen durch verstärkte Zusammenarbeit und Koordination, eine Überarbeitung des Schengener Grenzkodex in bestimmten Bereichen und ein erneutes, gemeinsames Bekenntnis zu einem Europa mit offenen Binnengrenzen. Dass dies nicht leicht sein wird, zeigt sich schon an dem Minimalkonsens, den die EU-Länder jetzt mit dem Ampelsystem erreicht haben. Da es



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

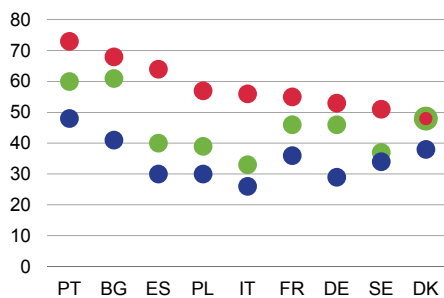
selbst innerhalb von föderal verfassten Mitgliedstaaten wie Deutschland schwierig ist, eine kohärente politische Reaktion und ein Warnsystem umzusetzen, bleibt abzuwarten, in welchem Umfang dieses Ampelsystem angewendet und befolgt wird.

Öffentliche Meinung – Schengen gilt weithin als eine der wichtigsten Errungenschaften der europäischen Integration

Unterstützung von Grenzkontrollen im Kontext von COVID-19

7

% der Befragten, die



● strengere Grenzkontrollen seit dem Ausbruch von COVID-19 stärker befürworten

● mehr Grenzkontrollen an den EU-Außengrenzen nach der Pandemie befürworten

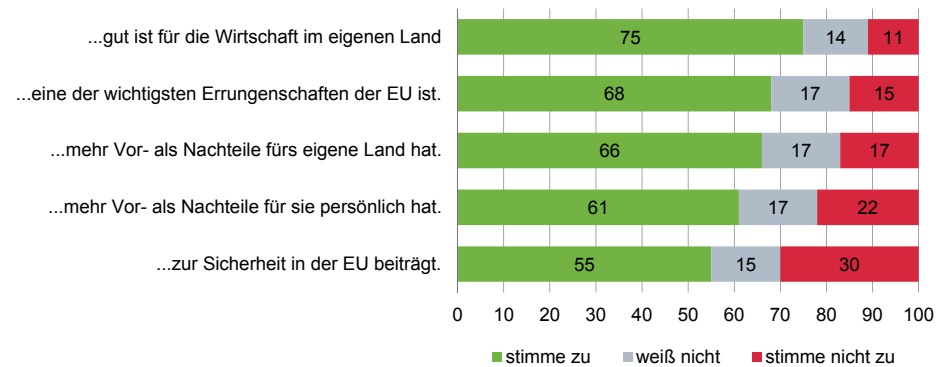
● mehr Grenzkontrollen an den EU-Innengrenzen nach der Pandemie befürworten

Quelle: European Council on Foreign Relations (2020)

Die meisten Europäer sehen Schengen als eine der wichtigsten Errungenschaften der EU

6

% der Befragten, die zustimmen/nicht zustimmen, dass der Schengen Raum ...



Quelle: Special Eurobarometer 474, Juni 2018.

Offene Grenzen gehören für die EU-Bürger zu den konkretesten Erfolgen der europäischen Integration. Dementsprechend sehen 68% das Schengen-Abkommen als große Errungenschaft der EU an. In Deutschland ist diese Auffassung mit 77% noch weiter verbreitet (Eurobarometer 2018; Grafik 6). Dennoch unterstützen 57% die Einführung von Grenzkontrollen als Reaktion auf die Pandemie, wobei die Bandbreite von 73% in Portugal bis zu 53% in Deutschland und 48% in Dänemark reicht (Grafik 7). Viele Bürger scheinen Grenzkontrollen als legitime Maßnahme zur Eindämmung des Virus anzusehen, zumal die Bewegungsfreiheit auch innerhalb einiger Länder eingeschränkt wird. Dies ist wohl eher so zu interpretieren, dass sich die Bürger angesichts der Pandemie verletzlich fühlen und sich mehr Kontrolle über das Geschehen wünschen, denn als aufkeimende Ablehnung der Idee eines offenen Europas. Denn für eine Beibehaltung interner Grenzkontrollen nach der Pandemie sprechen sich sehr viel weniger Befragte aus als für die Beibehaltung verstärkter Kontrollen an den Außengrenzen. Außerdem äußerten 63% die Ansicht, das Coronavirus habe gezeigt, dass mehr Kooperation der EU-Länder erforderlich ist (Grafik 8). Insgesamt spiegelt die Umfrage eine zwiespältige Haltung der Bürger gegenüber Grenzkontrollen wider: Angesichts der Gefahr durch die Pandemie wünschen sich viele Bürger Schutz durch den Nationalstaat und unterstützen daher Grenzkontrollen. So akzeptieren sie wissentlich oder unwissentlich, dass ihre Freiheit, in andere Schengen-Länder zu reisen oder dort zu arbeiten, eingeschränkt wird. Sobald die Pandemie vorüber ist, möchten sie diese Freiheiten jedoch zurückhaben.



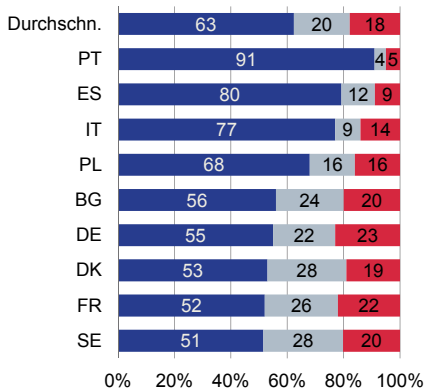
November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Die Bemühungen um besser abgestimmte (Reise-)Beschränkungen gehen weiter

Viele Europäer wollen mehr EU-Kooperation

8

Wie hat das Coronavirus Ihre Einstellung gegenüber der EU verändert?

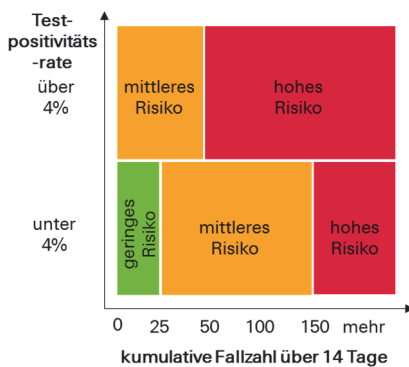


■ Zeigte der Bedarf nach mehr EU-Kooperation.
■ Weiß nicht
■ Zeigte, dass die EU-Integration zu weit gegangen ist.

Quelle: European Council on Foreign Relations (2020)

Gemeinsamer Farbcodem für die Kartierung von Risikogebieten

9



■ **Geringses Risiko:**
Weniger als 25 Fälle / 100.000 Einwohner und Testpositivitätsrate unter 4%

■ **Mittleres Risiko:**
25 bis 150 Fälle / 100.000 Einwohner und Testpositivitätsrate unter 4%
Weniger als 50 Fälle / 100.000 Einwohner und Testpositivitätsrate von 4% oder mehr

■ **Hohes Risiko:**
150+ Fälle / 100.000 Einwohner und Testpositivitätsrate unter 4%
50+ Fälle / 100.000 Einwohner und Testpositivitätsrate von 4% oder mehr

Quelle: Europäischer Rat

Auch wenn es sich bei der Pandemie um eine globale Herausforderung handelt, hat die Politik in Europa bisher weitgehend auf nationaler Ebene reagiert. Grund dafür ist, dass die einzelnen Staaten für den Gesundheitsschutz zuständig sind und die Kommission in diesem Bereich lediglich Empfehlungen aussprechen kann. Aufgrund der unterschiedlichen Gesundheitssysteme und Infektionsraten erscheinen nationale Lösungen zunächst einmal angemessen. Beim Thema Reisebeschränkungen haben die verschiedenen nationalen Methoden zur Einstufung von Risikogebieten und zu Test- und Quarantänenvorgaben jedoch eher zu allgemeiner Unsicherheit als zu effektivem Gesundheitsschutz beigetragen. Bereits im Mai veröffentlichte das Europäische Zentrum für die Prävention und Kontrolle von Krankheiten (ECDC) eine Studie, der zufolge sich die Wirksamkeit von Grenzschließungen und umfassenden inländischen Reisebeschränkungen nur begrenzt empirisch belegen lässt (abgesehen von einem verzögernden Effekt zu Beginn einer Epidemie) und Belege für die Wirksamkeit von Reisebeschränkungen fehlen. Reisebeschränkungen wirken sich zudem auf den Binnenmarkt und die Freizügigkeit aus, die in die Zuständigkeit der Kommission fallen. Die Kommission und die deutsche Ratspräsidentschaft haben daher versucht, eine abgestimmte Lösung zu finden, wofür sich im Prinzip auch alle EU-Länder ausgesprochen. Nach mehreren Verhandlungsrunden konnten sich die Mitgliedstaaten immerhin auf einen Minimalkompromiss einigen.

Mitte Oktober verabschiedete der Rat für Allgemeine Angelegenheiten per Mehrheitsabstimmung eine Empfehlung zur Koordinierung von Maßnahmen mit Auswirkungen auf die Freizügigkeit. Dies bringt einerseits mehr Klarheit, da sich der Rat auf gemeinsame Kriterien zur Einstufung von Risikogebieten auf der Grundlage harmonisierter Daten und dargestellt in einer farbcodierten Karte (Grafik 9) sowie auf ein gemeinsames Rahmenwerk für Beschränkungen der Freizügigkeit einigte. Darin heißt es, dass die Freizügigkeit von Personen aus grünen Regionen mit geringem Infektionsrisiko nicht beschränkt werden soll. Andererseits handelt es sich dabei um Empfehlungen, die nun von den Mitgliedstaaten umgesetzt werden sollen. Daher lassen sich Unterschiede nicht ausschließen, wie sich z.B. bei der Umsetzung der Aufhebung des Einreisestopps gegenüber ausgewählten Drittstaaten gezeigt hat. Einige Länder haben sich bereits kritisch geäußert; Österreich z.B. hält das Konzept schon jetzt für überholt (Die Zeit, 13. Oktober 2020). Zudem ist es noch immer Sache der Mitgliedstaaten, darüber zu entscheiden, welche Maßnahmen für orange und rote Gebiete mit mittlerem bzw. hohem Infektionsrisiko gelten sollen (dies sind derzeit die meisten Gebiete). Für diese Gebiete gilt also der bestehende Flickenteppich an Regelungen weiter. Das Rahmenwerk legt nur sehr allgemeine Bedingungen für die Maßnahmen für Reisen aus solchen bzw. in solche Gebiete fest, z.B. Verhältnismäßigkeit, kein komplettes Einreiseverbot und vorherige Unterrichtung über neue Maßnahmen. Die Kommission ist der Ansicht, dass diese Koordination den Bedarf nach internen Grenzkontrollen weiter verringert und fordert daher in einer jüngsten Mitteilung die Mitgliedstaaten auf, die noch verbleibenden Grenzkontrollen im Zusammenhang mit COVID-19 aufzuheben.

Auf EU-Ebene wird die Koordination von Corona-Maßnahmen fortgeführt. Mit diesen Bemühungen soll nicht nur der Gesundheitskrise begegnet werden, sondern auch der Druck auf den Binnenmarkt und Schengen soll minimiert werden, wie Kanzlerin Merkel – die zurzeit den Vorsitz der Deutschen EU-Ratspräsidentschaft innehat – in ihrer Ansprache im Bundestag vom letzten Donnerstag erklärte. Am selben Abend traf sie die anderen EU Staats- und Regierungschefs in einer Videokonferenz, in welcher sie über die koordinierte Anwendung von Corona-Schnelltests, die verbesserte Nachverfolgung von grenzüberschreitenden Kontakten und eine mögliche Harmonisierung von Quarantäne-



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

regeln sprachen. Die Staats- und Regierungschefs bekundeten zudem ihre Absicht, die Grenzen dieses Mal offen zu lassen und Kanzlerin Merkel betonte, dass dies für Deutschland als Land mitten in Europa besonders wichtig ist (Die Zeit, 29. Oktober 2020). Diese geäußerte Kooperationsbereitschaft könnte darauf hindeuten, dass man aus der ersten Phase der Pandemie gelernt hat. Sie ist jedoch lediglich eine Grundvoraussetzung für die Beibehaltung des Schengen-Abkommens und das Funktionieren des Binnenmarkts. Da sich die Pandemie auch ins Jahr 2021 hineinziehen wird, könnte die Umsetzung der Maßnahmen künftig noch mehrfach auf die Probe gestellt werden.

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

Ursula Walther (ursula.walther@db.com)



Reaktion der EZB: Wir tun was! Einzelheiten folgen

Wir hatten damit gerechnet, dass die EZB ihren Tonfall angesichts der zunehmenden Abwärtsrisiken verschärfen und so die Tür für Lockerungen im Dezember öffnen werde. Tatsächlich beschloss die Zentralbank einstimmig, dass sie im Dezember auf jeden Fall handeln werde. Mit dieser „Entscheidung mit Ansage“ betritt die EZB Neuland. Noch ist nicht klar, welche Maßnahmen sie im Einzelnen ergreifen wird; das wird vom Verlauf der Pandemie und der Konjunkturentwicklung in den kommenden sechs Wochen abhängen.

Dass die EZB betont hat, sie werde „alle Instrumente“ in Betracht ziehen, ist ein Signal an die Märkte, nicht nur an das PEPP zu denken. Die Zentralbank reagiert sensibel auf die lahmende private Kreditvergabe, was für Änderungen am TLTRO-Rahmenwerk spricht. Vorerst rechnen wir im Dezember weiterhin mit einer Kombination aus mehreren Lockerungsmaßnahmen, u.a. Änderungen am TLTRO-Rahmenwerk, die als Reaktion auf das Pandemierisiko eine wie auch immer geartete Ausweitung des PEPP ergänzen, und ein Ausbau des APP, um gegen die anhaltend niedrigen Inflationsraten anzugehen.

Einstimmige Entscheidung über Rekalibrierung der Geldpolitik

Der EZB-Rat war sich einig, dass die „eindeutig abwärtsgerichteten“ Risiken für die Wachstumsaussichten eine Neukalibrierung der Geldpolitik bei der nächsten Sitzung am 10. Dezember erfordern. So eindeutige Signale hat die EZB bisher noch nie gesendet. Selbst Jean-Claude Trichet dementierte, dass sein „Ampelsystem“ aus verbalen Signalen als Vorabfestlegung des geldpolitischen Kurses zu interpretieren sei. Wir hatten damit gerechnet, dass sich die EZB entschiedener äußern und die Tür für eine Lockerung der Geldpolitik im Dezember weiter öffnen werde. Tatsächlich beschloss die Zentralbank einstimmig, dass sie im Dezember auf jeden Fall handeln wolle. Die EZB hat die Tür nicht nur geöffnet, sondern ist auch hindurchgegangen. Nun geht es nur noch um die Ausgestaltung des Maßnahmenpakets.

Sechs Wochen sind in einer nicht linear verlaufenden Pandemie eine lange Zeit. Dass die EZB gesagt hat, sie wolle im Dezember auf jeden Fall handeln, heißt aber nicht, dass sie in den kommenden sechs Wochen untätig bleiben wird. EZB-Präsidentin Lagarde betonte, dass die vorhandenen Programme wie z.B. das PEPP flexibel genug seien, damit die Bank auf negative Überraschungen reagieren könne. Über die Hälfte des PEPP-Volumens ist noch nicht ausgeschöpft, und das Programm ist so flexibel, dass es jederzeit und überall eingesetzt werden kann. Erforderlichenfalls kann das Tempo der Käufe wieder erhöht werden.

Einbeziehung „aller Instrumente“ in die Erwägungen

EZB-Präsidentin Lagarde sagte, die internen Ausschüsse würden die Möglichkeiten für eine Neukalibrierung der Geldpolitik im Dezember prüfen. Zwar wurde betont, dass es um „alle Instrumente“ gehe, aber dies ist unseres Erachtens eher nicht wörtlich gemeint. Lagarde fügte hinzu, kein Instrument sei von vornherein gesetzt oder ausgeschlossen. Es gehe darum, angesichts der besonderen Risiken und Umstände, mit denen die EZB konfrontiert ist, den richtigen Policy-Mix zu finden. Der Verweis auf „alle Instrumente“ soll wohl vor allem bedeuten, dass sich der Markt nicht auf den PEPP fixieren sollte und dass sich die Maßnahmen im Dezember nicht auf den PEPP beschränken werden.



Sensible Reaktion auf schwache private Kreditvergabe deutet auf Überarbeitung des TLTRO-Rahmenwerks hin

Wir hatten ohnehin mit einem Maßnahmenpaket im Dezember gerechnet. Nach wie vor gehen wir davon aus, dass vor allem die Käufe von Vermögenswerten ausgeweitet werden. In unserer Vorschau erwähnten wir jedoch bereits, dass auch das TLTRO3 ausgebaut werden könnte, z.B. durch eine Fortschreibung des TLTRO3-Abschlags über Juni 2021 oder eine Verlängerung des Bestandschutzes für Ratings über September 2021 hinaus. Das TLTRO3-Rahmenwerk hat mehrere Dimensionen. Dabei kann an verschiedenen Stellschrauben gedreht werden, vom Zugang zu den Tendern oder der Anzahl der Tender über die Preisgestaltung/die Abschläge (Volumen und Laufzeit) oder die Sicherheiten bis hin zum Kreditvolumen.

Allerdings hatte die EZB ihre guten Gründe dafür, von LTROs auf Käufe von Vermögenswerten umzusteigen: Durch Liquiditätstender wird die Konjunktur lediglich passiv stimuliert. Ob sie erfolgreich sind, hängt davon ab, ob die Banken die entsprechende Liquidität auch tatsächlich einsetzen. Der Umfrage unter Kreditsachbearbeitern zufolge liegt die schwache Entwicklung der Kreditvergabe nicht an mangelnder Liquidität. Grund sind vielmehr wirtschaftliche und Bonitätsrisiken. Daran würde auch eine Anpassung des TLTRO3-Abschlags nichts grundlegend ändern. Eine schwache Gesamtnachfrage wird nicht allein durch Änderungen des Zinsniveaus angekurbelt, und schon gar nicht, wenn die Zinsen ohnehin niedrig sind. Eine Anpassung des Abschlags kann allerdings sicherstellen, dass die Finanzierungskosten der Banken nicht ansteigen. Derzeit hat die Fiskalpolitik den größten Einfluss auf die Nachfrage. TLTROs dürften an Bedeutung gewinnen, sobald die Erholung nach der Pandemie einsetzt, in der Zwischenzeit aber wohl nicht allzu hilfreich sein. Deshalb hat die EZB auch die Regierungen gebeten, die fiskalpolitischen Impulse nicht zu früh zurückzunehmen.

Wäre eine Senkung des Einlagensatzes möglich?

Auch wenn von „allen Instrumenten“ die Rede ist, gehen wir nicht davon aus, dass eine Senkung des Einlagensatzes bevorsteht. EZB-Chefvolkswirt Lane hat ausführlich erläutert, warum die EZB den Einlagensatz zum Beginn der Krise nicht gesenkt hat. Die Begründung lässt sich in seiner Stellungnahme von dem im März ins Leben gerufenen EZB-Blog nachlesen. Jüngste Äußerungen in einem Interview mit dem Wall Street Journal lassen darauf schließen, dass die damalige Argumentation unverändert gilt: Eine Zinssenkung ist dann nützlich, wenn der Markt sie für dauerhaft hält, die Pandemie ist jedoch per se vorübergehender Natur. Vor einigen Monaten hat sich auch Schnabel zur Nullzinspolitik geäußert. Dabei hörte es sich so an, als ob die EZB mit Blick auf die Situation des Bankensektors nach der Pandemie besonders vorsichtig sein wolle. Dafür spricht auch der Monatsbericht vom September, in dem es heißt, der Bankensektor müsse genau im Blick behalten werden. Dies deutet auf zunehmende Besorgnis hin. Rein technisch könnten Gegenmaßnahmen ergriffen werden, um die Banken vor den Kosten einer Einlagenzinssenkung zu schützen. Das Bankensystem braucht jedoch eher positive Unterstützung (Verlängerung des TLTRO3-Abschlags) als neutral wirkende Maßnahmen (Abfangen einer Einlagenzinssenkung durch eine zusätzliche Staffelung).

Unseres Erachtens ist eine Einlagenzinssenkung eher eine theoretische als eine tatsächliche Option: Sie wäre möglich und wäre insofern hilfreich, als sie die Zinserwartungen für die Zukunft unter Kontrolle hielte – aber sie ist eher nicht wahrscheinlich. In ihrer jüngsten „ECB Watchers“-Rede verwies Lagarde gleich zweimal auf die „Reversal Rate“, also das Zinsniveau, ab dem weitere



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Zinssenkungen kontraproduktiv werden. Dies war bemerkenswert und lässt darauf schließen, dass der Leitzins wohl nahe der Reversal Rate liegt. Die Nettoauswirkung einer Einlagensatzsenkung könnte sich dann ändern, wenn der Euro-Wechselkurs tendenziell stetig aufwertet. Dann könnte die EZB abwägen, was wichtiger ist: die Wettbewerbsfähigkeit der Exporte zu schützen bzw. den Import von Deflation zu verhindern oder die Kosten für das Bankensystem möglichst gering zu halten.

„Klippe“ und „Rampe“ und „zweite Phase“ der geldpolitischen Lockerung

Wie bereits erwähnt, soll der Verweis auf „alle Instrumente“ wahrscheinlich vor allem den Markt dazu bringen, nicht nur an das PEPP zu denken. Selbstverständlich sorgt die Pandemie für Nervosität, und das PEPP wurde als Reaktion auf die Pandemie entwickelt. Es hat den Markt tatsächlich erfolgreich stabilisiert. Fraglich ist aber, wie erfolgreich die Stabilisierung des Preisniveaus war. Dass der Markt dazu gebracht werden soll, nicht nur auf das PEPP zu starren, könnte darauf hindeuten, dass die von Lane in Jackson Hole erwähnte „zweite Phase“ der Lockerung eintritt. Dabei handelt es sich um eine Neukalibrierung der Geldpolitik, um die Inflation wieder auf den Vor-Pandemie-Pfad zurückzuführen.

Wie wir bereits in der Vorschau argumentiert haben, bleibt das Inflationsproblem ungelöst, wenn die EZB lediglich die PEPP-„Klippe“ verschiebt, ohne dabei gleichzeitig eine dauerhafte „Rampe“ aus Stimuli zu bauen. Der APP kann zu diesem „Rampenbau“ beitragen. Das derzeitige APP-Volumen (Nettokäufe in Höhe von EUR 20 Mrd. pro Monat) stammt aus der Zeit vor der Pandemie. Inzwischen hat sich die Lage geändert, und die Konjunktur dürfte noch lange nach der Pandemie (bzw. der Geltungsdauer des PEPP) schwach bleiben. Der EU-Vertrag schließt eine ausdrückliche Verknüpfung von Geld- und Fiskalpolitik aus. Aber je glaubwürdiger die EZB zusagen kann, dass die Zinsen langfristig niedrig bleiben (und dies signalisiert das APP besser als das PEPP), desto beruhigter können die Regierungen ihren fiskalpolitischen Spielraum nutzen.

Ausblick

Sechs Wochen sind in einer Pandemie eine lange Zeit. Was heute angemessen erscheint, kann in zwei oder vier Wochen, ganz zu schweigen von sechs Wochen, bereits wieder überholt sein. Vorerst rechnen wir im Dezember weiterhin mit einer Kombination aus mehreren Lockerungsmaßnahmen, u.a. Änderungen am TLTRO-Rahmenwerk, die als Reaktion auf das Pandemierisiko eine wie auch immer geartete Ausweitung des PEPP ergänzen, und ein Ausbau des APP, um gegen die anhaltend niedrigen Inflationsraten anzugehen.

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

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



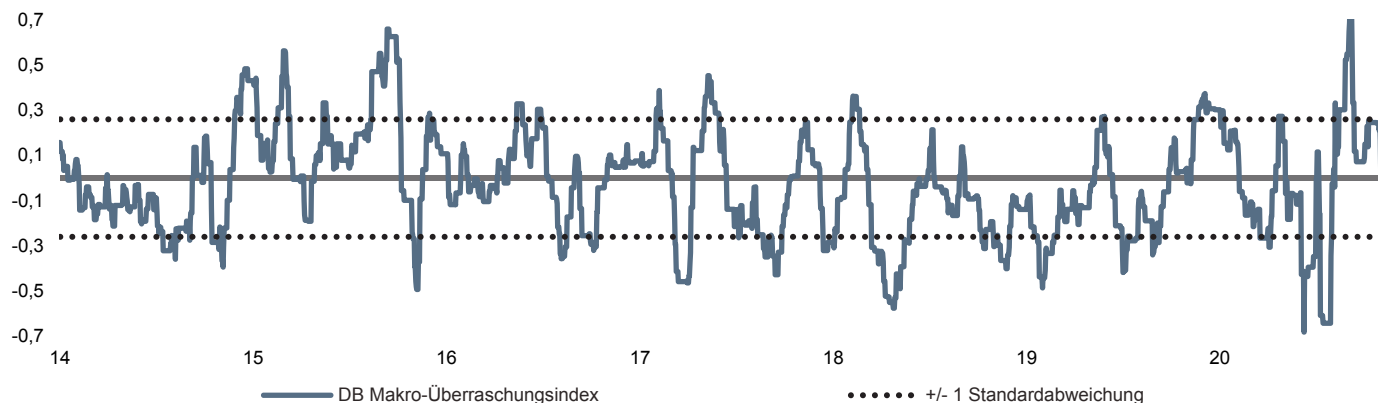
November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

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
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	9 2020	30.09.2020	-10,0	-7,0	3,0	0,0	0,5
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	8 2020	30.09.2020	-4,0	-4,1	0,1	0,4	0,7
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	9 2020	01.10.2020	56,4	56,6	-0,2	-0,3	0,3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	9 2020	05.10.2020	50,6	49,1	1,5	1,7	0,9
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	8 2020	06.10.2020	4,5	2,8	1,7	0,7	0,8
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	8 2020	07.10.2020	-0,2	1,5	-1,7	-1,3	0,1
GRBTIMMM Index	Importe (% gg. Vm.)	8 2020	08.10.2020	7,0	1,5	5,5	2,3	1,0
GRBTEXMM Index	Exporte (% gg. Vm.)	8 2020	08.10.2020	2,4	1,5	0,9	0,4	0,7
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	8 2020	08.10.2020	16,5	16,2	0,3	-0,2	0,4
GRTBALE Index	Handelsbilanz (EUR Mrd.)	8 2020	08.10.2020	11,9	16,0	-4,1	-1,7	0,0
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	9 2020	13.10.2020	-0,2	-0,2	0,0	0,2	0,4
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	10 2020	13.10.2020	-59,5	-60,0	0,5	0,1	0,5
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	10 2020	13.10.2020	56,1	72,0	-15,9	-1,7	0,0
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	10 2020	23.10.2020	48,9	48,9	0,0	0,0	0,5
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	10 2020	23.10.2020	58,0	58,0	0,0	0,0	0,4
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	9 2020	28.10.2020	-4,3	-4,8	0,5	0,8	0,9
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	10 2020	29.10.2020	-35,0	-5,0	30,0	0,8	0,9
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	10 2020	29.10.2020	-0,2	-0,3	0,1	0,6	0,7
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	9 2020	30.10.2020	-2,2	-0,6	-1,6	-0,9	0,1
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	9 2020	30.10.2020	8,2	7,3	0,9	1,8	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.



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
05.11.2020	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	September	2,5	4,5
06.11.2020	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	September	3,0	-0,7
09.11.2020	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	September	19,1	14,8
09.11.2020	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	September	4,6	2,4
09.11.2020	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	September	0,5	7,0
23.11.2020	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	November	55,0	58,0
23.11.2020	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	November	43,0	48,9
24.11.2020	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Details	Q3 2020	8,2	8,2
24.11.2020	10:00	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)**	November	85,0	92,7
30.11.2020	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	November	-0,2	-0,2
01.12.2020	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	November	6,3	6,2
02.12.2020	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Oktober	2,0	-2,2

*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)



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

Deutschland: Datenmonitor

	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Mai 2020	Jun 2020	Jul 2020	Aug 2020	Sep 2020	Okt 2020
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	95,0	92,6	80,4	92,0		79,9	86,1	90,4	92,4	93,2	92,7
ifo Geschäftserwartungen	91,8	88,5	81,1	97,0		80,9	91,0	96,6	97,1	97,4	95,0
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	90,6	90,1	77,7	90,6		76,9	82,6	87,7	90,8	93,3	94,3
Produktion (% gg. Vp.)	-1,7	-1,9	-19,2			10,0	11,1	3,1	-0,7		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-1,1	-2,5	-22,6			10,4	28,8	3,3	4,5		
Grad der Kapazitätsauslastung	82,6	82,9	71,4	74,4	79,1						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	0,8	4,6	-1,9			1,1	-0,5	-0,7	-1,7		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	6,7	-4,0	-6,5			-5,3	12,3	-5,9	3,4		
ifo Bauhauptgewerbe	111,1	106,7	95,4	101,7		95,4	97,9	100,4	101,4	103,2	101,9
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-3,3	-4,6	-14,0	-9,0		-14,8	-10,8	-10,3	-8,5	-8,3	-9,5
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	0,2	0,4	0,7	3,7		13,1	-1,5	0,3	1,8	-2,2	
	13,7	-20,3	-47,4	-6,7		-49,5	-32,3	-5,4	-20,0	8,4	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-1,1	-2,6	-28,6			8,7	23,6	15,2	6,5		
Exporte (% gg. Vp.)	0,6	-3,5	-21,9			9,0	14,9	4,7	2,4		
Importe (% gg. Vp.)	0,7	-2,3	-16,0			3,4	6,9	1,1	7,0		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	57,7	52,3	25,1			7,4	14,5	18,0	14,8		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	5,0	5,0	6,2	6,3		6,3	6,4	6,4	6,3	6,3	6,2
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-1,7	-10,7	546,7	93,3		237,0	66,0	-19,0	-11,0	-10,0	-36,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,6	0,3	-1,2	-1,3		-1,3	-1,3	-1,2	-1,2	-1,3	
ifo Beschäftigungsbarometer	98,9	96,9	89,2	95,0		88,3	92,4	93,3	95,4	96,3	96,5
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	1,2	1,5	0,7	-0,2		0,5	0,8	0,0	-0,1	-0,4	-0,5
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,5	1,3	1,1	0,5		1,1	1,1	0,7	0,6	0,3	0,1
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)											
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	5,3	2,1	-5,5	3,9		-4,8	-4,2	-5,7	6,7	11,3	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	62,5	50,7	33,1	43,3		32,6	40,5	43,2	45,0	41,9	41,6
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	31,6	34,3	38,9	25,4		44,0	30,4	24,2	26,6	25,5	26,3
EC Unternehmensumfrage	2,7	2,2	-4,9	0,1		-6,0	-4,0	-0,5	-0,4	1,2	2,3
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	2,9	4,6	8,4								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,5	2,3	-2,7								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	3,4	4,7	6,8								
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	4,6	6,7	6,9	7,2		7,2	6,9	7,1	6,4	7,2	
Trend von M3*						6,7	6,8	7,1	6,8	6,9	
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	4,9	5,3	4,7			5,4	4,7	4,8	4,6		
Kredite an öffentliche Haushalte	-5,9	5,0	3,1			-0,4	3,1	5,8	6,4		

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

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



November Lockdown = Q4 BIP Knockdown

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	0,77	0,25
Dez 20	0,125	-0,10	0,00	0,10	-0,75	0,00	-0,75	1,50	0,10	0,90	0,25
Mrz 21	0,125	-0,10	0,00	0,10					0,10	0,90	0,25
Jun 21	0,125	-0,10	0,00	0,10					0,10	1,05	0,25

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,22	-0,06	-0,52
Dez 20	0,35	0,03	-0,40
Mrz 21	0,30	0,03	
Jun 21	0,25	0,03	

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	0,84	0,05	-0,64	0,22
Dez 20	0,70	0,00	-0,40	0,45
Mrz 21	0,90	0,10	-0,30	0,53
Jun 21	0,95	0,10	-0,23	0,58

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,16	104,76	0,90	1,29	1,07	10,38	7,45	11,14	4,61	366,55	27,12
Dez 20	1,20	100,00	0,96	1,25	1,05	10,50	7,46	10,25	4,40	340,00	26,50
Mrz 21	1,21	97,50	0,95	1,27	1,04	10,50		10,19	4,30	330,00	26,00
Jun 21	1,23	95,00	0,95	1,29	1,03	10,50		10,13	4,25	325,00	25,00

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

© Copyright 2020. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

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