



Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

14. Dezember 2020

Autoren

Stefan Schneider

und

Team Economics Research, Frankfurt Office

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
Corona-Konjunktur	3
Impfungen: Hochlaufphase hat begonnen ...	6
Welthandel und Exporte über den Winter	8
Privater Konsum mit Corona Double Dip ...	11
Deutscher Arbeitsmarkt – robust dank massiver staatlicher Stütze	13
Ausrüstungsinvestitionen und sonstige Anlagen	16
Wohnungsmarkt: Kein Ende des Booms ...	19
Öffentliche Finanzen im Corona-Abwärts- strudel	22
Inflation: Normalisierung in 2021	25
Deutsche Industrie: Corona-Verluste werden 2021 nur teilweise ausgeglichen	28
Deutschland geht ins Superwahljahr 2021.	32
Geldpolitik macht sich nochmal locker	35
Eventkalender 2021	38

Original in englischer Sprache: 10.12.2020

Pandemieentwicklung und Impftempo bestimmen den Konjunkturverlauf. Die Infektionsraten werden bis ins Frühjahr hoch bleiben. Im Sommer werden die Impfungen zu einer nachhaltigen Eindämmung der Pandemie führen. Die Konjunktur sollte ab Q2 an Fahrt aufnehmen, im Jahresdurchschnitt dürfte das BIP um 4,5% zulegen, nach einem Rückgang um 5,4% in 2020.

Welthandel und Exporte werden im Winterhalbjahr einen Durchhänger erleben. Trotzdem dürften die deutschen Exporte im Jahresdurchschnitt um 10% steigen.

Privater Konsum mit Corona Double Dip. In Q4 2020 dürfte die Erholung pausieren. Ab dem Sommer wird sich die Erholung des privaten Konsums fortsetzen und zu einem Wachstum von 4,7% für das Gesamtjahr 2021 führen.

Deutscher Arbeitsmarkt – robust dank massiver staatlicher Stütze. Die Erwerbstätigkeit wird ihr Vorkrisenniveau nicht vor Mitte des Jahres 2022 erreichen. Die Arbeitslosenquote dürfte im Jahresdurchschnitt 2021 auf 6,3% steigen.

Ausrüstungsinvestitionen. Corona-bedingte Einschläge in die Bilanzen belasten die Investitionstätigkeit. Trotz eines kräftigen Anstiegs in 2021 werden die Investitionen ihr Vor-Corona-Niveau wohl erst im Jahr 2022 erreichen.

Wohnungsmarkt: Kein Ende des Booms. Nur geringer Einfluss der Corona-Krise. Der Bausektor wächst im Jahr 2020 und 2021 solide.

Öffentliche Finanzen im Corona-Abwärtsstrudel. Haushaltsdefizit (Gesamtstaat) in 2021 über 4% des BIP. Höhepunkt der Schuldenquote Ende 2021 bei 71,7%.

Inflation: Normalisierung in 2021. Wir erwarten, dass die Inflationsrate in den nächsten beiden Jahren auf 1,4% (2021) und 1,6% (2022) ansteigt.

Deutsche Industrie: Corona-Verluste werden 2021 nur teilweise ausgeglichen. Die Industrieproduktion wird auch dank kräftiger Zuwächse in der Automobilfertigung real um etwa 8% anziehen

Deutschland geht ins Superwahljahr 2021. Neben der Bundestagswahl stehen sechs Landtagswahlen an. Unser Baseline-Szenario ist eine schwarz-grüne Regierungskoalition, für deren Zustandekommen aber beide Seiten erhebliche Kompromisse eingehen müssen.

Geldpolitik macht sich nochmal locker. Die EZB hat auf ihrer jüngsten Ratssitzung im Dezember die bestehenden Programme verlängert und erweitert. Angesichts der starken Zielverfehlung bei der Inflation kommt der Corona-bedingt erst im Jahr 2021 stattfindenden „Strategic Review“ eine enorme Bedeutung zu. Man darf gespannt sein, ob die EZB wie die Fed ihr Inflationsziel anpasst.



Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

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	-7,4	5,6	4,4	0,3	0,8	1,1	1,8	2,5	2,5	-9,0	-6,0	-3,8
Deutschland	-5,4	4,5	4,1	0,3	1,3	1,4	6,6	6,2	5,9	-6,4	-4,2	-1,4
Frankreich	-9,7	6,6	4,5	0,5	0,8	1,3	-2,5	-1,5	-0,9	-10,8	-6,1	-3,4
Italien	-9,1	5,5	4,3	-0,1	0,1	0,8	2,8	3,2	3,0	-11,5	-8,4	-7,4
Spanien	-12,1	6,3	6,4	-0,3	0,0	0,7	2,0	2,8	2,8	-12,7	-8,9	-5,5
Niederlande	-4,1	3,9	2,8	1,1	0,9	1,2	10,0	10,2	9,5	-7,0	-5,0	-2,8
Belgien	-7,7	5,6	4,4	0,4	0,9	1,1	0,0	-0,1	-0,7	-11,4	-7,3	-6,1
Österreich	-7,5	3,4	4,5	1,4	1,0	1,0	2,2	2,5	2,5	-10,0	-7,2	-3,3
Finnland	-4,2	2,9	3,1	0,4	1,1	1,2	-0,2	-0,5	-1,0	-8,0	-5,5	-3,5
Griechenland	-8,6	5,5	5,9	-1,4	-0,5	0,0	-7,4	-5,4	-4,2	-8,1	-5,3	-2,7
Portugal	-8,5	5,1	4,6	-0,1	0,2	0,7	-1,3	-0,5	-0,5	-7,3	-4,5	-2,8
Irland	-1,8	3,0	3,5	-0,5	0,0	0,2	5,0	7,5	10,0	-7,0	-6,0	-3,8
Großbritannien	-11,3	4,6	4,5	0,9	1,7	1,6	-2,7	-4,5	-4,9	-19,5	-8,7	-5,5
Dänemark	-4,1	3,5	2,5	0,4	1,0	1,2	6,7	6,8	7,0	-4,1	-2,6	-1,9
Norwegen	-3,2	3,5	2,7	1,4	2,8	1,9	3,1	4,0	4,2	-1,8	2,0	4,1
Schweden	-3,9	3,3	2,7	0,6	1,2	1,4	4,2	4,2	4,0	-5,6	-2,5	-1,5
Schweiz	-4,9	3,7	2,3	-0,7	0,1	0,4	8,5	8,9	9,6	-4,5	-1,7	-0,7
Tschech. Rep.	-6,3	3,9	4,3	3,2	2,3	2,5	1,1	0,3	0,1	-6,7	-6,3	-5,0
Ungarn	-5,4	5,1	4,5	3,4	2,8	3,2	-0,8	-0,5	-0,5	-7,2	-5,8	-4,5
Polen	-3,4	5,0	4,0	3,5	2,5	2,8	2,9	1,9	1,2	-4,8	-3,7	-3,3
USA	-3,6	4,0	4,0	1,2	2,1	1,9	-3,1	-3,5	-3,5	-15,5	-9,5	-5,6
Japan	-5,4	2,2	2,3	0,1	0,2	0,8	2,9	3,4	3,5	-14,4	-11,0	-6,5
China	2,2	9,5	5,6	2,6	1,5	2,3	2,0	1,6	1,4	-6,7	-4,0	-3,0
Welt	-3,6	5,8		2,7	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.Vq., Jahresdaten % gg.Vj.

	2019				2020				2021			
	2019	2020P	2021P	2022P	Q1	Q2	Q3	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	0,6	-5,4	4,5	4,1	-1,9	-9,8	8,5	-1,5	0,0	2,5	3,6	1,4
Privater Konsum	1,6	-6,2	4,7	4,9	-2,3	-11,1	10,8	-3,5	-0,5	4,0	5,0	0,8
Staatsausgaben	2,7	4,4	2,6	0,3	0,8	2,2	0,8	1,5	0,3	0,2	0,2	0,2
Anlageinvestitionen	2,5	-3,0	4,7	4,8	-0,4	-6,6	3,6	0,7	1,0	1,8	2,0	1,6
Ausrüstungen	0,5	-12,6	10,7	6,7	-7,0	-15,1	16,0	-1,0	2,0	3,0	4,0	3,0
Bau	3,8	2,2	1,8	3,3	5,1	-4,3	-2,0	1,8	0,5	1,5	1,0	0,8
Lager, %-Punkte	-0,7	-1,3	-1,3	-0,2	0,0	-0,1	-2,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Exporte	1,0	-10,5	11,0	8,1	-3,3	-20,5	18,1	-0,6	-1,4	9,1	5,0	3,0
Importe	2,6	-9,3	8,1	7,6	-1,9	-15,9	9,1	-0,4	-1,8	10,1	4,2	2,0
Nettoexport, %-Punkte	-0,6	-1,1	1,8	0,7	-0,8	-2,9	3,9	-0,1	0,1	0,1	0,6	0,6
Konsumentenpreise (VPI)*	1,4	0,5	1,4	1,6								
Arbeitslosenquote, %	5,0	5,9	6,3	5,9								
Industrieproduktion**	-4,2	-11,0	8,0	6,0								
Budgetsaldo, % BIP	1,5	-6,4	-4,2	-1,4								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	59,6	70,1	71,7	68,7								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,1	6,6	6,2	5,9								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	267,1	221	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



Corona-Konjunktur

Bevor seriöse Prognostiker einen Ausblick für das kommende Jahr erstellen, sollten sie erst einmal schauen, was sie vor 12 Monaten vorhergesagt haben und was davon tatsächlich eingetreten ist. Wie so oft ist das Ergebnis dieser Übung auch dieses Mal ernüchternd. Unser Jahresausblick für 2020 stand unter der Überschrift: „Vorsicht, zerbrechlich!“ Damals befürchteten wir vor allem, dass die Erholung des Welthandels nach dem Kontraktionsjahr 2019 schwächer ausfallen könne als weithin erwartet, was wiederum Risiken für die deutsche Industrie und die Investitionsausgaben mit sich gebracht hätte.

Nun ja – vier Monate nach Jahresbeginn verzeichneten wir einen Rückgang des Welthandels um 16% gg. Vj. und einen Einbruch der Exportaufträge in der deutschen Industrie um rund 30% gg. Vj. Rund um die Welt befanden sich zahlreiche Länder im ersten je verhängten Lockdown, der die ungebremste Ausbreitung des COVID-19-Virus verhindern sollte. Wie Scott Sagan in „Limits to Safety“ so richtig schrieb, geschieht regelmäßig etwas, was es so noch nie zuvor gegeben hat.

Nichtsdestotrotz wäre der Schluss allzu naiv, dass Makroprognosen wegen des – leider nicht ganz so seltenen – Auftretens von „schwarzen Schwänen“ ohnehin zum Scheitern verurteilt sind. Sowohl jeder Einzelne von uns als auch ganze Gesellschaften waren und sind während der immer noch andauernden Pandemie mit Unsicherheiten konfrontiert. Dies hat klar gezeigt, dass wir Strukturen brauchen – sei es für das Funktionieren unserer Gesellschaft, sei es auch in unserem eigenen Leben. Gesellschaften sind ihrerseits dynamische Systeme, so dass der Begriff „Strukturen“ in diesem Zusammenhang auch die Erwartungen für die Zukunft umfasst, auf denen das politische Handeln und die politischen Strategien basieren. Insofern lautet die Lehre für uns: Größere Sorgfalt ist sowohl bei der Erstellung von als auch im Umgang mit Prognosen geboten, und wir müssen deutlich machen, dass sie zum einen von ausdrücklich formulierten Annahmen und zum anderen (und insbesondere) von einer großen impliziten Annahme abhängen, nämlich, dass es darüber hinaus nicht zu größeren Zwischenfällen kommt.

Sinkende Infektionsraten bei steigenden Temperaturen und hohem Impftempo

Wie bereits im Jahr 2020 wird die wirtschaftliche Entwicklung auch im Jahr 2021 vom Verlauf der Pandemie abhängen. Insbesondere in H1 wird das Quartalsprofil von zwei miteinander zusammenhängenden Pandemie-bezogenen Faktoren bestimmt werden:

- i. der Infektionsrate und der Zahl der Infizierten, die im Krankenhaus behandelt werden müssen,
- ii. der Zahl der wöchentlichen Impfungen, mit denen eine Herdenimmunität erreicht werden soll.

Da beide Faktoren mit hohen Unsicherheiten behaftet sind und – wie wir gesehen haben – kaum zu prognostizieren sind, müssen wir auf Annahmen zurückgreifen. Ungeachtet der anhaltenden Einschränkungen, die für eine soziale Distanzierung sorgen sollen, dürften die Infektionsraten schlicht aufgrund der ungünstigen Jahreszeit über weite Strecken des Q1 nicht deutlich sinken. So haben die seit dem 2. November bestehenden Maßnahmen des sogenannten „Lockdown Lite“ nur zu einer vorübergehenden Stabilisierung der Neuinfektionen geführt. Seit dem ersten Dezemberwochenende steigen diese aber wieder



und lagen zuletzt um rund 5.000 über den Werten der Vorwoche. Am 13. Dezember haben die Bundeskanzlerin und die Regierungschefs der Länder beschlossen, den Lockdown bis zum 10. Januar zu verlängern (wie bereits am 2. Dezember vereinbart), über die Weihnachtsfeiertage im Bereich der privaten Kontakte nur in sehr begrenztem Umfang zu lockern und für Silvester sogar ein bundesweites An-/Versammlungsverbot zu verhängen. Vom 16. Dezember bis zum 10. Januar werden überdies die Geschäfte des Einzelhandels, mit Ausnahme von u.a. Lebensmittelhandel, Reformhäusern, Apotheken, Optiker-Werkstätten, Poststellen und Banken, geschlossen. Dienstleistungsbetriebe der nicht-medizinischen Körperpflege werden ebenfalls geschlossen. Unternehmen werden gebeten, in diesem Zeitraum Betriebsferien zu machen oder großzügig Homeoffice zu ermöglichen. Schulen bleiben in diesem Zeitraum geschlossen bzw. es besteht keine Präsenzpflicht. Der Bund hat angekündigt, die betroffenen Unternehmen und Beschäftigten weiterhin finanziell zu unterstützen.

Die Hoffnung ist, dass mit diesem intensiveren Lockdown die Infektionszahlen deutlicher gesenkt werden können. Allerdings erwarten wir, dass nicht zuletzt wegen der ungünstigen Jahreszeit das Ziel von unter 50 Neuinfektionen pro Woche und 100.000 Einwohnern (etwa 6.000 pro Tag) bis zum Frühjahr nicht erreicht werden wird.

In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass sich die Zahl der Neuinfektionen pro Tag in einem Korridor von 10.000 – 20.000 einpendelt und eine weitere Verlängerung zumindest von einigen der aktuellen Maßnahmen über den 10. Januar hinaus erforderlich macht. In Bezug auf das Impftempo sind wir in den vergangenen Wochen vorsichtig optimistischer geworden. Nach jüngsten, vorsichtigen Kommentaren der Bundeskanzlerin (Spiegel Online, 7. Dezember 2020), dem Leiter der Ständigen Impfkommission Mertens (Deutschlandfunk, 7. Dezember 2020) und anderer Epidemiologen sieht es so aus, als werde so etwas wie eine Herdenimmunität frühestens zur Jahresmitte erreicht. In den ersten Wochen/Monaten könnte es noch zu Problemen kommen (vgl. den folgenden Beitrag „Impfungen: Hochlaufphase hat begonnen“). Impfungen reduzieren das Infektionsrisiko für die geimpfte Person unmittelbar, werden den Verlauf der Pandemie aber nur allmählich verlangsamen. Daher ist bisher zumindest für den Anfang des zweiten Quartals nicht ohne Weiteres davon auszugehen, dass die Einschränkungen gelockert werden können.

BIP-Profil hängt vom Pandemieverlauf ab

Angesichts dieser Unsicherheitsfaktoren hängen die BIP-Prognosen für die einzelnen Quartale ganz offensichtlich wesentlich vom Pandemieverlauf ab. Mit Blick auf den guten Start ins vierte Quartal (Industrieproduktion: +3,2% gg. Vm.; Einzelhandelsumsätze: +2,6%) dürfte sich der BIP-Rückgang in Q4, trotz der aus der Verschärfung des Lockdowns resultierenden stärkeren Verluste des Präsenzhandels beim Weihnachtsgeschäft, wohl in dem von uns erwarteten Bereich – 1 ½% gg. Vq. (Konsens: -0,5%) – bewegen. Derzeit ist die Wahrscheinlichkeit eher gering, dass der Lockdown früh genug gelockert wird, um das Wachstum bereits in Q1 zu beflügeln. Daher rechnen wir für Q1 mit einem stagnierenden BIP, zumal auch ein Brexit ohne ein „Mini-Abkommen“ täglich wahrscheinlicher wird. Im weiteren Jahresverlauf könnte sich die Stimmung verbessern, wenn die Hoffnung aufkommt, dass die Impfstoffe die Konjunktur ankurbeln und auch das Leben der Menschen erleichtern – auch wenn sich dies in den tatsächlichen Infektionsraten womöglich nur sehr langsam niederschlägt. Auch die saisonalen Faktoren sollten dazu beitragen, dass sich die Aussichten für den Verlauf der Pandemie ab dem Frühjahr verbessern dürften. Das Wachstum dürfte sich dann beleben. Insgesamt erscheint eine Erholung des BIP um rund 4 ½% nach einer Kontraktion um 5 ½% realistisch. Das BIP würde sein



Vor-Pandemie-Niveau dann in Q3 überschreiten. 2022 könnte die Wachstumsrate mit 4% deutlich über dem Potenzial liegen.

Komplexe Systeme sind „emergent“

Zu den typischen Eigenschaften von hochgradig komplexen Systemen wie Gesellschaft oder Wirtschaft gehört es, dass sie emergent sind, dass sich also die Struktur des Systems aufgrund der Vorgänge im System selbst oder aufgrund des Verhaltens wichtiger Bestandteile des Systems (Parteien, Menschen, Interessengruppen) weiterentwickelt. Nur allzu häufig wurde nach dramatischen Ereignissen wie den Anschlägen vom 11. September oder der globalen Finanzkrise der Jahre 2008/2009 mit dauerhaften Veränderungen von Gesellschaft oder Wirtschaft gerechnet. Im Rückblick ist jedoch zumeist nicht allzu viel geschehen.

Derzeit überlegen und diskutieren wir darüber, wie wir künftig leben, konsumieren und unseren Urlaub verbringen werden und wie und wo wir arbeiten werden. Sowohl jeder einzelne als auch die Gesellschaften insgesamt diskutieren, ob sie weniger selbstbezogen und solidarischer handeln sollten. Durch die massiven Unterstützungsleistungen des Staates an die Bürger und (in bisher unbekanntem Umfang) für Unternehmen aller Arten und Größen hat sich das Verhältnis zwischen Marktwirtschaft und Staat deutlich zugunsten des Staates verschoben. Nicht wenige scheinen der Auffassung zu sein, dass man diesen Weg weiter verfolgen sollte, zumal unsere Gesellschaft vor beträchtlichen Herausforderungen steht; man denke nur an den Klimawandel, die Digitalisierung oder die Alterung der Bevölkerung. Manche erwarten sogar, dass COVID-19 zu einer größeren (fiskalpolitischen) Einheit in der EU führen könne. Sie sehen den Wiederaufbaufonds der EU als ersten Schritt auf diesem Weg an und hoffen, dass dadurch ein stärkeres politisches Mandat für die EU entstehen wird. Gleichzeitig nutzen Gruppen, die dem politischen Weg Deutschlands in den vergangenen ein bis zwei Jahrzehnten kritisch gegenüberstehen, COVID-19 für ihre Zwecke, und attackieren die Regierung und ihre Bemühungen, die Pandemie unter Kontrolle zu bekommen, auf das Schärfste. Einige kleinere Gruppen sehen in der Pandemie sogar die Möglichkeit, ihre latente Ablehnung des gesamten politischen Systems endlich lautstark zu artikulieren. Die Proteste sind radikaler und zum Teil sogar gewalttätig geworden. Gleichzeitig hat sich in zahlreichen Teilen der Gesellschaft ein rauere und intoleranterer Ton in den Diskussionen festgesetzt.

Keine Beruhigung der Gemüter im Wahljahr

Der erwartete Wirtschaftsaufschwung dürfte diese Entwicklungen nicht beenden, zumal die Diskussion darüber, wer für die COVID-19-bedingten Staatsausgaben aufkommen soll, gerade erst begonnen hat. Im Vorfeld der Bundestagswahlen im September könnte daher eine sehr viel breitere und hitzigere öffentliche Diskussion stattfinden. Nach 16 Jahren unter Bundeskanzlerin Merkel und insgesamt 12 Jahren in einer großen Koalition suchen CDU und SPD noch nach ihren künftigen Positionen. Und auch die Grünen, die hoffen, in der nächsten Regierung eine bedeutsame Rolle zu spielen, müssen konkret darlegen, wie sie ihre sehr ehrgeizigen und teuren Pläne für einen Umbau von Gesellschaft und Wirtschaft tatsächlich umsetzen wollen.

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



Impfungen: Hochlaufphase hat begonnen

In Deutschland hat der flächendeckende Aufbau von Impfzentren begonnen. Es ist sinnvoll, Impfungen in solchen Zentren durchzuführen, weil die Logistik rund um den Impfprozess anspruchsvoll ist (Kühlung der Impfstoffe) und Größenvorteile erzielt werden können, wenn Personal und die notwendige Ausrüstung konzentriert sind. Laut Medienberichten werden mehr als 400 solcher Zentren errichtet. Die Bundesländer sind hierfür verantwortlich. Im Detail unterscheiden sich die Ansätze der einzelnen Staaten in Abhängigkeit von der jeweiligen Bevölkerungsdichte und Siedlungsstruktur. Allerdings wollen alle Bundesländer ausreichende Kapazitäten schaffen, um einen möglichst großen Teil der lokalen Bevölkerung so schnell wie möglich zu impfen.

Ab Anfang 2021 dürften die ersten Impfungen vorgenommen werden können. Nicht in jedem Impfzentrum wird von Beginn die volle Kapazität verfügbar sein. Allerdings erwarten wir nicht, dass sich die physische Infrastruktur zu einem ernsthaften Engpass für den Impfprozess entwickeln wird. Vielmehr dürfte die Verfügbarkeit von Impfstoffen der limitierende Faktor in den ersten Wochen von 2021 sein. Daher umfasst die deutsche „Nationale Impfstrategie COVID-19“ eine gezielte Priorisierung, die auf epidemiologischen und ethischen Kriterien basiert. Bestimmte Personengruppen sollen vorrangig geimpft werden. Dazu zählen Mitarbeiter in Krankenhäusern, Alten- und Pflegeheimen sowie ältere Menschen und Menschen mit Vorerkrankungen. Letztlich geht es also um Personen, die selbst ein hohes Risiko haben, schwer zu erkranken oder die einem hohen Ansteckungsrisiko ausgesetzt sind.

Sobald mehr Impfstoffe verfügbar sind, könnten das medizinische Personal sowie Hilfskräfte in den Impfzentren zu einem Engpass werden. Dies gilt vor allem für Ärzte, denn jeder Impfung muss eine verpflichtende medizinische Beratung durch einen Arzt vorausgehen. Um Engpässe zu vermeiden, werden derzeit pensionierte Ärzte angesprochen, um bei den Beratungen in den Impfzentren zu helfen.

Mehr als 12 Millionen Impfungen pro Monat möglich

Unter der Annahme, dass in jedem Impfzentrum etwa 1.000 Impfungen pro Tag vorgenommen werden können (die geplante Kapazität ist bei einigen Zentren deutlich größer) und dass die Zentren an sieben Tagen die Woche geöffnet sind, sind mehr als 12 Mio. Impfungen pro Monat in Deutschland möglich. Diese Zahl wird wahrscheinlich noch nicht im Januar oder Februar erreicht. Gleichwohl werden zusätzliche Impfungen durch mobile Impfteams und in Arztpraxen bedeutsamer, sobald Impfstoffe verfügbar sind, die leichter zu transportieren und zu lagern sind (z.B. keine Kühlung notwendig). Letztlich wird deutlich, dass es eine realistische Chance gibt, dass ein ausreichend hoher Anteil der Bevölkerung schon bis Sommer 2021 immunisiert werden kann (selbst wenn man berücksichtigt, dass manche Impfstoffe verabreicht werden müssen). Herdenimmunität kann erreicht werden, wenn etwa 60% der Bevölkerung geimpft sind. Solche Perspektiven wurden noch vor wenigen Wochen nicht für möglich gehalten.

Um dieses Ziel erreichen zu können, muss sich die Effektivität der Impfstoffe in der Praxis bestätigen (gerade auch bei Risikogruppen) und natürlich muss die Impfbereitschaft in der Bevölkerung ausreichend groß sein. Unterschiedliche Umfragen zeigen, dass mehr als die Hälfte der Bevölkerung grundsätzlich bereit ist, sich gegen COVID-19 impfen zu lassen. Wir erwarten, dass dieser Anteil noch steigt, sobald sich (hoffentlich) herausstellt, dass die Nebenwirkungen der Impfung harmlos sind. Es ist natürlich klar, dass Rückschläge bei der Impfstoffherstellung und -verteilung, der Impfl Logistik oder der Dauer einer Immunisierung



bei geimpften Personen nicht ausgeschlossen sind. Solche Rückschläge würden den Weg Richtung Herdenimmunität verlängern.

Folgt also eine rasche Rückkehr zur Normalität? Nicht so schnell! Experten rechnen damit, dass eine gewisse Zeit vergeht, bis sich eine steigende Zahl an Impfungen positiv auf das Infektionsgeschehen auswirken wird. Daher dürfte die Politik vorerst weiter vorsichtig agieren. Eine umfangreiche Lockerung von Maßnahmen wie Abstandhalten, Maskenpflicht in bestimmten Bereichen oder das Einhalten von Hygienemaßnahmen ist nicht wahrscheinlich, bevor die Zahl der Neuinfektionen deutlich gesunken ist. Erinnern wir uns daran, dass die Maskenpflicht im Sommer 2020 beibehalten wurde, als die 7-Tage-Inzidenz unter 10 lag. Die Rücknahme von einschränkenden Maßnahmen wird sich schrittweise über mehrere Wochen oder Monate hinziehen. Eine schnelle und komplette Öffnung aller Sektoren, die aktuell vom Lockdown betroffen sind, ist unwahrscheinlich. Positiv ist jedoch, dass die wärmere Witterung ab dem 2. Quartal als Verbündeter der Impfungen dazu beitragen dürfte, die Zahl der Neuinfektionen nach unten zu drücken.

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

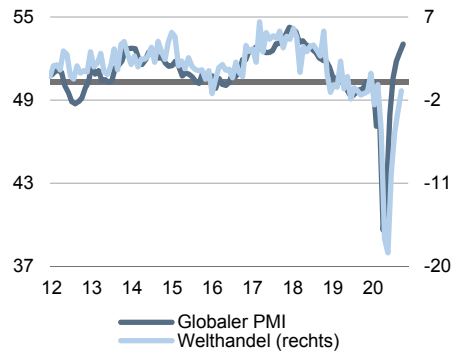


Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

Welthandel vs. globaler PMI und US-Einkaufsmanagerindex: ISM

1

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

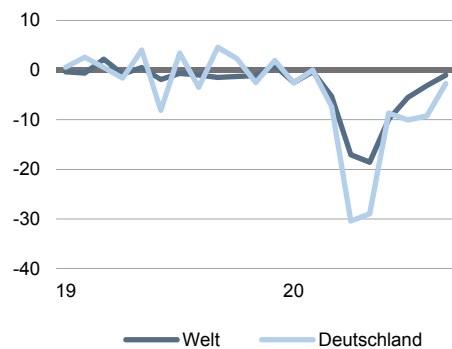


Quellen: IHS Markit, ISM, CPB, Deutsche Bank Research

Jan 2019 - Sep 2020: Realer Welthandel und reale Güterexporte

2

in % gg. Vj.



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Welthandel und Exporte über den Winter ...

- Emerging Markets gewinnen an Bedeutung für die Exportindustrie.
- Welthandel und Exporte legen über das Winterhalbjahr eine Verschnaufpause ein.
- Viele Argumente sprechen für den Ausbau kontinentaler zulasender globaler Wertschöpfungsketten.

Der historische Wirtschaftseinbruch im Frühjahr führte zum Zusammenbruch von Wertschöpfungsketten. Die europäische Autoproduktion stand in weiten Teilen still. Lieferschwierigkeiten gab es aber auch bei Alltagsprodukten und Medikamenten. Der reale Welthandel brach von Januar bis Mai 2020 gegenüber Ende 2019 um rund 19% ein. Auf den massiven Einbruch folgte eine fast ebenso rasante Gegenbewegung, wodurch der Welthandel aktuell nur noch 2% unter dem Niveau am Jahresende 2019 liegt. Angesichts der erneuten Lockdowns über das Winterhalbjahr in der nördlichen Hemisphäre dürfte die Erholung weniger kräftig ausfallen als dies einige Vorlaufindikatoren am aktuellen Rand anzeigen. Im Jahresdurchschnitt gegenüber dem Jahr 2019 dürfte der Einbruch aber bei „nur“ rund 6% liegen. Dies ist im Vergleich zum Tiefpunkt im Frühjahr eine positive Entwicklung. Auch ist dies ein geringerer Einbruch als während der Finanzkrise. Damals gab der Welthandel im Jahresdurchschnitt um mehr als 12% nach. Trotz der erneuten Lockdowns in der westlichen Welt erwarten wir, dass der Welthandel von Oktober bis März lediglich um 2% fallen wird. Zum einen ist das Infektionsgeschehen im asiatischen Raum und auf der südlichen Halbkugel relativ mild. Zum anderen sind die globalen Wertschöpfungsketten aktuell sehr robust. Ab April erwarten wir eine kräftige wirtschaftliche Erholung. Im Durchschnitt über das Jahr 2021 würde unserer Prognose nach der Welthandel dann um mehr als 7% zulegen.

... erneut rückläufig, gefolgt von einer kräftigen Erholung

Im Jahr 2020 brachen die deutschen Güterexporte noch massiver als der Welthandel ein (siehe Grafik 2). Sowohl die nominalen als auch die realen Güterexporte fielen von Januar bis April um mehr als 30%. In der Folge erholten sich die Warenexporte im Einklang mit dem Welthandel sehr stark. Infolgedessen erwarten wir im Jahresdurchschnitt 2020 ein Minus von etwas mehr als 10% (wobei die Exportpreise aufgrund der einbrechenden Rohölpreise um rund 1% fallen sollten). Diese Prognose berücksichtigt eine erneute Kontraktion der nominalen Exporte von Oktober bis März um fast 4%. Zu diesem Rückgang tragen die Länder, die von der zweiten Corona-Welle besonders betroffen sind, stärker bei. Die erwartete dynamische Erholung ab dem zweiten Quartal 2021 lässt die nominalen und realen Exporte im Jahresdurchschnitt dann aber um rund 10% ansteigen. Damit wird am Ende des Jahres 2021 das Vorkrisenniveau nahezu erreicht sein. Eine noch kräftigere Erholung verhindert auch die erwartete Aufwertung

2019-2021 Gesamtwirtschaftliche Prognose

3

Variable	2019	2020	2021
Nominale Warenexporte, in % gg. Vj.	0,8	-11,8	9,8
Reale Exporte, in % gg. Vj.	1,0	-10,5	11,0
Reale Importe, in % gg. Vj.	2,6	-9,3	8,1
Nettoexporte, in %-Punkten (Wachstumsbeitrag zum BIP)	-0,6	-1,1	1,8

Quelle: Deutsche Bank Research



Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

2019-2021 Rangliste der Exportanteile in % der gesamten Warenexporte

4

Rang	Land	2019	2020	2021
1	US	8,9	8,5	9,3
2	CN	7,2	7,8	8,4
3	FR	8,0	7,6	8,2
4	NL	6,9	7,1	7,2
5	UK	6,0	5,6	5,3
6	PL	5,0	5,3	5,5
7	AT	5,0	5,0	5,2
8	IT	5,1	5,0	5,0
9	CH	4,2	4,8	4,9
10	BE	3,5	3,6	3,5

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

des Euros. Wir prognostizieren einen Eurokurs gegen den US-Dollar am Jahresende 2021 von 1,25 und gegen Pfund Sterling von 0,95 (Annahme: Handelsabkommen zwischen EU und UK. Andernfalls könnte das Pfund noch kräftiger abwerten). Im Jahresdurchschnitt wertet der Euro gegen beide Währungen um rund 6% auf. Die Exportelastizität liegt unseren Modellen nach bei 2/3, wodurch die Exporte in die USA und nach UK um rund 4% weniger zulegen als ohne diese Abwertungen. Aufgrund des relativ guten globalen Wirtschaftsausblicks – insbesondere das BIP-Wachstum in China könnte fast zweistellig zulegen – dürfte das Export- das Importwachstum im Jahr 2021 übertreffen. Daher prognostizieren wir, nach dem negativen BIP-Wachstumsbeitrag der Nettoexporte im Jahr 2020 von -1,1%-Punkten, ein Plus von 1,8%-Punkten für das Jahr 2021.

Marktanteile: Nachfrage der Emerging Markets bleibt relativ hoch

Die Corona-Krise verstärkt einen Trend der letzten Jahre: Die Emerging Markets gewinnen an Bedeutung. Dies gilt in Asien vor allem für China und Korea und in Europa vor allem für die Nachbarstaaten Polen und Tschechien, wobei die Grenzen zwischen Emerging Markets und entwickelten Volkswirtschaften zunehmend verschwimmen. In der Rangliste der wichtigsten Absatzmärkte gibt es daher einige Verschiebungen. Die USA bleiben aber mit einem Marktanteil von 8,5% der wichtigste Markt im Jahr 2020 (2019 noch fast 9%). Zu dem kräftigen Anstieg auf über 9% im Jahr 2021 dürfte aber nicht nur die relativ robuste US-Wirtschaft beitragen, sondern auch die neue US-Regierung. Zum einen über die Verbesserung der transatlantischen Beziehungen, zum anderen über eine Stärkung der WTO. Insbesondere im Hinblick auf die Streitschlichtung zwischen Handelspartnern könnte dies zu einem Abbau der hohen politischen und wirtschaftlichen Unsicherheit weltweit beitragen. China gewinnt im Jahr 2020 an Bedeutung und ist nun der zweite wichtigste Absatzmarkt vor Frankreich. Es dürfte diese Position weiter ausbauen. Der Exportanteil der Niederlande erhöhte sich im Jahr 2020 auf über 7%. Die Exporte nach UK gehen das fünfte Jahr in Folge zurück und zwar von fast EUR 90 Mrd. im Jahr 2015 auf rund EUR 65 Mrd. im Jahr 2020. Dadurch fällt der Marktanteil von 7,5% im Jahr 2015 auf 5,4%. Auch bei einem weichen Brexit – also ohne die Einführung von WTO-Regeln und damit einem kräftigen Anstieg der Zölle – könnten die Briten in der Rangliste im Jahr 2021 weiter abrutschen. Sogar die Schweiz mit einem Exportanteil von 4,8% im Jahr 2020 auf Rang 9 könnte im Jahr 2021 für die deutsche Exportindustrie wichtiger werden als UK. Polen ist im Jahr 2020 um zwei Plätze auf Rang 6 vorgerückt und liegt damit erstmals vor Italien und Österreich, die auf Rang 7 und 8 folgen. Unverändert liegt Belgien auf Rang 10. Tschechien auf Rang 11 im Jahr 2020 hat Spanien überholt. Auch der Vergleich von Regionen zeigt deutliche Verschiebungen zugunsten der Emerging Markets. Auf alle Visegrád-Staaten zusammen entfallen im Jahr 2020 zum ersten Mal mehr Exporte als auf die (nord- und süd-)amerikanischen Länder. Bereits vor der Corona-Krise übertrafen die Exporte in die Visegrád-Staaten die Exporte nach Südeuropa. Die Marktanteile der asiatischen Märkte erhöhen sich vor allem dank China und Südkorea im Corona-Jahr weiter, während der Anteil der Exporte in die amerikanischen Länder seit Jahren seitwärts läuft. Der Abschluss im November des RCEP-Handelsabkommens (Regional Comprehensive Economic Partnership) zwischen 15 Ländern im pazifischen Raum impliziert vermutlich weitere positive Impulse für die Exporte nach Asien.

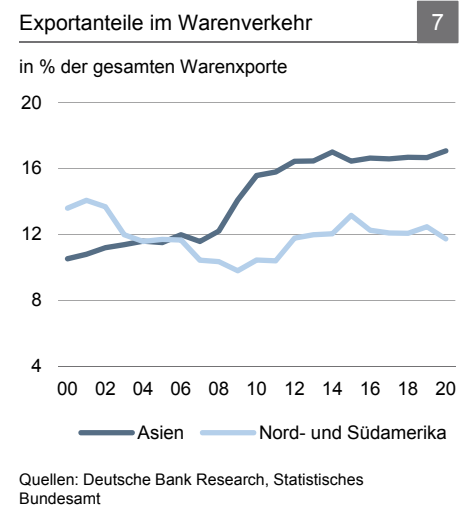
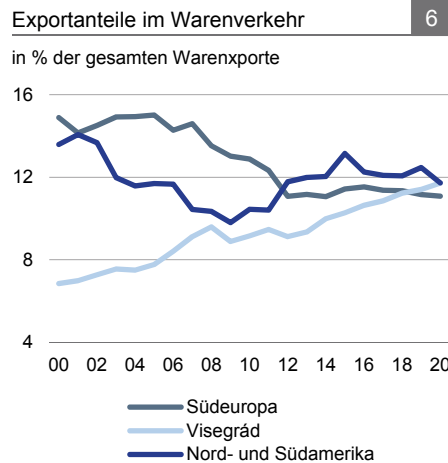
2019-2021: Warenexporte Wachstum in % gg. Vj.

5

Regionen	2019	2020	2021
Welt	0,8	-11,8	9,8
Europa	0,3	-11,6	9,3
Amerika	4,2	-17,3	11,1
Asien	0,7	-7,8	10,1

Land	2019	2020	2021
US	4,7	-14,7	17,5
CN	3,2	-1,3	13,4
FR	1,1	-16,6	17,4
NL	0,5	-12,5	13,3
UK	-3,6	-17,6	9,1
PL	3,9	-5,4	7,7
AT	1,6	-11,2	13,8
IT	-2,8	-13,3	9,6
CH	4,3	-2,8	4,1
BE	4,3	-10,1	8,7
ES	0,1	-17,8	16,6
CZ	0,5	-13,8	15,5
SE	-4,9	-12,3	11,7
RU	2,6	-13,8	10,4
HU	2,8	-11,2	11,4
TY	2,2	2,2	5,0
JP	1,1	-17,8	9,5
DK	-4,2	-3,9	8,6
KO	0,0	1,7	5,7
RO	3,6	-10,3	12,3

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research



Perspektivisch kontinentale statt globaler Wertschöpfungsketten

Die deutsche Exportindustrie ist intensiv in globale Wertschöpfungsketten eingebettet. Aufgrund der relativ hohen nationalen Arbeitskosten, Unternehmenssteuern, Strompreise und auch aufgrund der ehrgeizigen deutschen Klimaziele reduzierten Produktionsverlagerungen in der Vergangenheit die Kosten der Unternehmen. Die Corona-Krise hat erneut die Risiken aufgezeigt, die mit dieser auf Effizienz getrimmten globalen Produktion einhergehen. Unserer Einschätzung nach dürften kontinentale Wertschöpfungsketten die globale Produktion auf lange Sicht teilweise ersetzen. Die Politik dürfte in Zukunft vermehrt Anreize setzen, um eine krisenfeste Grundversorgung zu garantieren. Im Corona-Fiskalpaket wurden Mittel bereitgestellt, um wichtige Medikamente und pharmazeutische Erzeugnisse wieder im Heimatmarkt zu produzieren. Das im Koalitionsvertrag vereinbarte, aber aufgrund der Wirtschaftskrise umstrittene Lieferkettengesetz könnte im Jahr 2021 verabschiedet werden. Dies würde die Unternehmen zwingen, die Produktion der Vorleistungsgüter im Hinblick auf Arbeitsbedingungen und Umweltstandards zu kontrollieren. Eine strenge, im Lieferkettengesetz verankerte Kontrollpflicht dürfte im europäischen Sprach-, Rechts- und Kulturraum leichter umzusetzen sein als zum Beispiel in asiatischen Märkten. Folglich könnte dieses Gesetz kontinentale zulasten globaler Wertschöpfungsketten attraktiver machen. In diesem Kontext könnten auch verschärfte Klimaziele und die Einführung einer „Carbon-Border-Adjustment“-Steuer durch die EU, wie von Kanzlerin Merkel und Präsident Macron im Sommer 2020 gefordert, Produktionsstandorte nach Europa zurückverlagern. Geopolitische Überlegungen und insbesondere der wohl auch unter einer Biden-Administration weiter schwelende Konflikt zwischen den USA und China, betreffend die geopolitische Vorherrschaft im pazifischen Raum untermauern diese Überlegungen. Neben dieser politischen Perspektive sprechen auch privatwirtschaftliche Anreize für kontinentale Wertschöpfungsketten. Die Corona-Krise hat die Notwendigkeit aufgezeigt, Produktionsprozesse auf potenzielle Ausfälle abzuklopfen. Nimmt wie vom internationalen Klimarat erwartet die Zahl der Naturkatastrophen zu, dann vermindern im Krisenfall mehrere kontinentale Produktionsketten das unternehmerische Risiko. Gewinnen kontinentale Wertschöpfungsketten tatsächlich an Bedeutung, dann dürften hiervon insbesondere osteuropäische Standorte

Was spricht für die Stärkung kontinentaler Wertschöpfungsketten? 8

- Bessere Risikostreuung: mehrere Produktionsstandorte/Wertschöpfungsketten
- Kontrollgewinn durch räumliche Nähe
- Kontrollpflichten gemäß Lieferkettengesetz (Umweltstandards & Arbeitsbedingungen)
- Reduktion des CO₂-Ausstoßes
- US vs. China: Handelskonflikt und geopolitische Vorherrschaft im pazifischen Raum

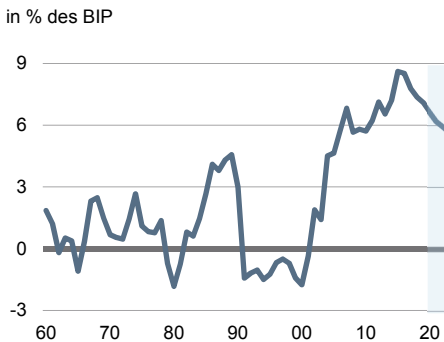


Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

innerhalb der EU und potenzielle Beitrittskandidaten profitieren. Die Exporte in diese Länder würden dann wohl überproportional zunehmen. Wenngleich solche Entwicklungen sich eher langfristig vollziehen, stehen mit dem Lieferketten-gesetz und der Bundestagswahl im Jahr 2021 wichtige Weichenstellungen an.

Leistungsbilanzüberschuss in wenigen Jahren unter 6% des BIP

1960-2023 Leistungsbilanz 9

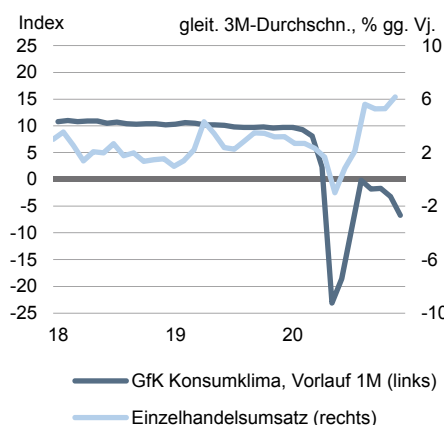


Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Der Leistungsbilanzüberschuss dürfte im Jahr 2020 auf rund 6,6% des BIP fallen. Dies ist der fünfte jährliche Rückgang in Folge (Maximum im Jahr 2015 bei 8,6%). Wir erwarten für das Jahr 2021 eine Fortsetzung dieses Trends und einen Rückgang auf 6,2%. Deutschland trägt unter den großen Ländern also weiterhin besonders stark zu den globalen Ungleichgewichten bei, was jedoch eine Entscheidung von Millionen einzelner Wirtschaftssubjekte im In- und Ausland und nicht das Ergebnis einer industriepolitischen Strategie ist. Auch in den Folgejahren dürften die Überschüsse weiter abschmelzen. Wir erwarten für das Jahr 2022 einen weiteren Rückgang auf 5,9%. Damit würde Deutschland zum ersten Mal seit dem Jahr 2010 unter die 6%-Schwelle fallen, die laut der makroökonomischen Vorgaben der EU ein Indiz für ein gesamtwirtschaftliches Ungleichgewicht ist. Die demografische Entwicklung impliziert auch in den Folgejahren weitere Rückgänge, wodurch dieses Thema zunehmend an Relevanz verlieren dürfte. Ein kompletter Abbau der Überschüsse dürfte aber auch aufgrund der fehlenden Wettbewerbsfähigkeit einiger europäischer Handelspartner, auf die typischerweise etwas mehr als die Hälfte des Überschusses entfällt, noch viele Jahre dauern.

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

Verbrauchervertrauen deutet auf nachlassende Einzelhandelsumsätze hin 10



Quellen: GfK, Statistisches Bundesamt

Privater Konsum mit Corona Double Dip

- Die Corona-Pandemie und vor allem der erste Lockdown im Frühjahr führten bei den privaten Konsumausgaben in Q2 zu einem historischen Einbruch von -11,1% gg. Vq. Im Gegensatz zur globalen Finanzmarktkrise 2009 konnte der private Verbrauch kein kurzfristiger Stabilitätsanker sein. In Q4 2020 dürfte die Erholung infolge des Lockdown Lite pausieren.
- Mit der breiten Verfügbarkeit eines Impfschutzes dürfte im Sommerhalbjahr 2021 eine erneute kräftige Erholung des privaten Konsums einsetzen und zu einem Wachstum von 4,7 % für das Gesamtjahr führen. Das Vorkrisenniveau könnte dann wieder Anfang 2022 erreicht werden.

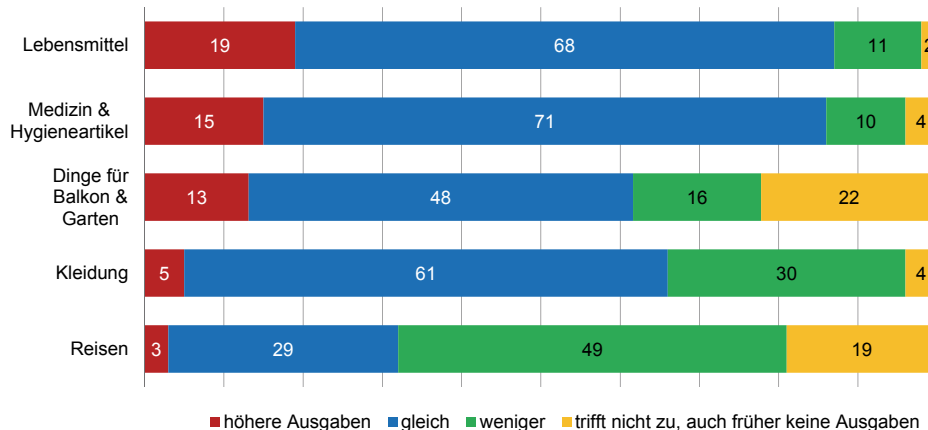
Die Corona-Pandemie und vor allem der erste Lockdown im Frühjahr führten bei den privaten Konsumausgaben in Q2 zu einem historischen Einbruch von -11,1% gg. Vq. Im Gegensatz zur globalen Finanzmarktkrise 2009 konnte diese Verwendungskomponente kein kurzfristiger Stabilitätsanker sein. Starke Einschränkungen im stationären Handel und bei konsumnahen Dienstleistungen sowie allgemeine Vorsicht vieler Bürger ließen die Sparquote auf einen Rekordwert von 21,1% hochschießen. Gleichwohl wurden die Haushaltseinkommen durch eine massive Ausweitung staatlicher Maßnahmen gestützt. Dazu zählen vor allem der vereinfachte Zugang zur Kurzarbeit oder Hilfen für Soloselbstständige. Auf die Lockerung der Hygieneregeln folgte eine rasante Erholung des privaten Konsums (Q3: 10,8% gg. Vq.). Mit der Auflösung des Konsumstaus fiel die Sparquote in Q3 auf 16,2%, liegt damit aber immer noch über ihrem langjährigen Durchschnitt von 10,5%.



Veränderung der Konsumausgabenmuster während der COVID-19-Pandemie

11

% der befragten Bundesbürger, Altersgruppe 20-65 Jahre, n=3.200



Quelle: Deutsche Bank. GBMR Pressestudie. Robuste Deutsche? Wie die Bundesbürger die Corona-Krise meistern, Nov. 2020

Zudem könnten Käufe von langlebigen Konsumgütern bereits während oder im Nachgang des ersten Lockdowns vorgezogen worden sein. Laut einer GfK-Umfrage wurden bereits verstärkt Tiefkühlgeräte (2. - 21. März: +185%) und Geräte zur Nahrungszubereitung (23. März - 26. April: +28%) gekauft. Der Einzelhandelsumsatz mit elektrischen Haushaltsgeräten wuchs in Q2 um 4% gg. Vj. und in Q3 um kräftige 11%. Die massive Ausweitung von Homeoffice in H1 führte zu zeitnahen Käufen der dafür notwendigen Geräte. Angesichts der Mehrwertsteuersenkung (in Kraft bis zum Jahresende) zeichnet sich nur eine geringe Belebung der Haushaltsnachfrage ab. Laut einer Umfrage des infas Instituts gaben nur 11 % der Befragten an, dass sie für 2021 geplante Anschaffungen vorziehen wollen. In diesem eher durchwachsenen Umfeld erwarten wir, dass die privaten Konsumausgaben in Q4 um -3,5 % gg. Vq. zurückgehen werden. Einschränkungen im Gaststätten- und Hotelgewerbe sowie im Kulturbereich stützen diese Erwartung ebenfalls. Im Gesamtjahr 2020 dürfte der private Verbrauch um -6,2% sinken.

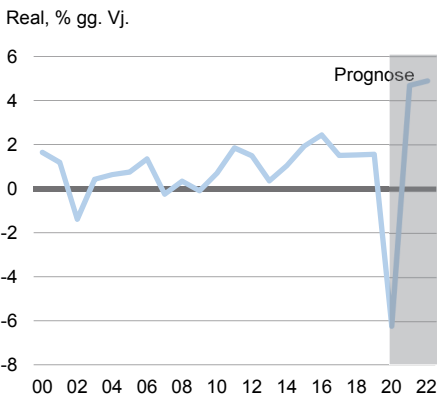
Angesichts der anhaltenden Auseinandersetzung mit der Corona-Pandemie könnte sich das Verbraucherverhalten auch längerfristig verändern. Viele vormals skeptische Konsumenten dürften nun gelernt haben, online einzukaufen. In einer Umfrage der Deutschen Bank gaben 17% der Befragten an, dass sie dies nun vermehrt tun. Auch die Zahlungsgewohnheiten haben sich in der Krise verändert, 34% der Befragungsteilnehmer nutzen nun vermehrt das kontaktlose Bezahlen. Befragt nach Ausgabenkategorien gaben 30% an, nun weniger für Kleidung auszugeben und 49% reduzierten die Reiseausgaben. Dafür stiegen die Ausgabenanteile für Medikamente, Lebensmittel sowie Balkon und Garten – my home is my castle.

Erst die breite Verfügbarkeit eines wirkungsvollen Impfschutzes gegen das Corona-Virus bzw. erfolgversprechende Behandlungsmethoden für Sars-Cov2-Erkrankte dürften eine Normalisierung des Alltagslebens voranbringen. Angesichts der jüngsten positiven Nachrichten aus der Impfstoffforschung und der bereits laufenden Vorbereitungen für die Impfkampagnen halten wir eine breite Verfügbarkeit bis zum 2. Quartal 2021 für realistisch. Sollten sich die Erwartungen an die Impfstoffe erfüllen, dürften die Infektionsraten mit dem Grad der Immunisierung sinken, wodurch umfassende Eindämmungsmaßnahmen weniger dringlich werden.



Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

Privater Konsum mit Erholung in 2021 12



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Ausblick 2021 – Impfschutz ist notwendige Bedingung für weitere Erholung

Bis dahin ist jedoch zu erwarten, dass die privaten Konsumausgaben durch die anhaltenden und Mitte Dezember nochmals verschärften Maßnahmen zur Eindämmung des Infektionsgeschehens gedämpft werden. Zu Jahresbeginn 2021 könnte es daher zu einem erneuten leichten Quartalsrückgang kommen und die Sparquote infolge unfreiwilliger Konsumzurückhaltung vorerst wieder ansteigen. Auch vom Ende der temporären Mehrwertsteuersenkung dürfte ein dämpfender Effekt auf die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern ausgehen. Zudem könnten sich erste Nachrichten über zunehmende Firmenpleiten nach dem Auslaufen des Insolvenzmoratoriums auf die Einkommenserwartungen und damit auf die Konsumstimmung niederschlagen.

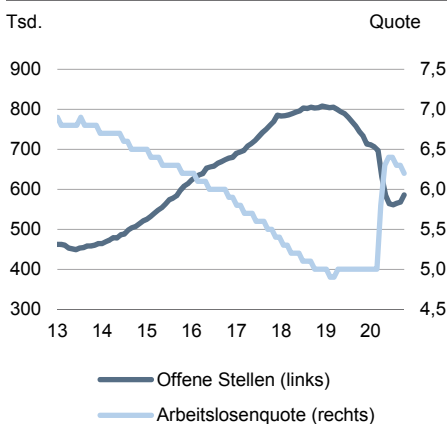
Gleichwohl dürfte der für Q1 2021 erwartete Rückgang des privaten Verbrauchs durch eine Verlagerung von Konsumaktivitäten hin zum Internethandel begrenzt werden. Infolge der Einschränkungen im Weihnachtsgeschäft des stationären Handels könnten vermehrt Gutscheine verschenkt werden. Deren Einlösung dürfte dann die Konsumnachfrage vornehmlich im Onlinegeschäft des Frühjahrs stärken, solange die Kontaktbeschränkungen anhalten.

Mit der Verfügbarkeit eines Impfschutzes dürfte dann in der Sommerhälfte 2021 eine erneute kräftige Erholung des privaten Verbrauchs einsetzen, sodass im Gesamtjahr 2021 ein Wachstum von 4,7% zu erwarten ist. Das Vorkrisenniveau könnte dann wieder Anfang 2022 erreicht werden.

Neben den anhaltenden staatlichen Unterstützungsmaßnahmen dürfte der Wegfall des Solidaritätszuschlages für geringe und mittlere Einkommen ein positiver Impulsgeber sein. Auch die weitere Normalisierung der Sparquote könnte den privaten Konsum fördern. Die Kaufkraft dürfte zudem von der von uns erwarteten Eurostärke profitieren, wengleich bei einem globalen Aufschwung die Energiepreise nachfragebedingt steigen dürften. Von der Tariflohnentwicklung sind im Jahr 2021 nur geringe Impulse zu erwarten. Da die gewichtigen Verhandlungen vornehmlich in krisengeschüttelten Branchen (Einzelhandel, Metall- und Elektroindustrie) stattfinden, dürften die Tariflöhne nur um 1,5% zulegen, nach geschätzt 2% im Jahr 2020.

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

Deutscher Arbeitsmarkt stabilisierte sich im 2. Halbjahr 2020 13



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Deutscher Arbeitsmarkt – robust dank massiver staatlicher Stütze

- Die Corona-Pandemie hinterließ am deutschen Arbeitsmarkt deutliche Spuren. Die Erwerbstätigkeit ging im Jahr 2020 deutlich zurück und dürfte ihr Vorkrisenniveau nicht vor Mitte des Jahres 2022 erreichen.
- Die Arbeitslosenquote wird im Jahresdurchschnitt 2020 auf 5,9% steigen (2019: 5%). Ohne die bewährte Kurzarbeit wäre der Anstieg der Arbeitslosigkeit sicherlich weitaus höher ausgefallen.
- Die Tarifabschlüsse im Jahr 2021 dürften zu einer durchschnittlichen Erhöhung von rund 1,5% führen. Unter dem Eindruck der Corona-Krise und angesichts weitreichender struktureller Veränderungen dürfte die Sicherung von Arbeitsplätzen hohe Priorität haben.

Die Corona-Krise hinterließ am deutschen Arbeitsmarkt deutliche Spuren. Die Erwerbstätigkeit ging in Q2 spürbar zurück und Arbeitslosenzahl schnellte in die Höhe. Im weiteren Jahresverlauf zeigte sich der Arbeitsmarkt dann auf den ers-



ten Blick vergleichsweise robust. Gleichwohl ist dies in erster Linie auf die umfangreichen staatlichen Stützungsmaßnahmen zurückzuführen. Den spürbarsten Effekt brachte die Erleichterung des Zugangs zur Kurzarbeit. So konnten die Unternehmen den Löwenanteil der Anpassung an die Unterauslastung über die Arbeitszeit realisieren.

Ohne diese bewährte Maßnahme wäre der Anstieg der Arbeitslosigkeit sicher weit größer ausgefallen. So aber konnte deren Zunahme auf einen Jahreshöchstwert von knapp unter 3 Mio. (August, Quote: 6,4%) begrenzt werden und geht seitdem wieder zurück. Im Jahresdurchschnitt 2020 wird die Arbeitslosenquote auf 5,9% (2019: 5%) steigen. Die massive Inanspruchnahme der Kurzarbeit gipfelte im April bei knapp 6 Mio. sozialversicherungspflichtig Beschäftigten. Das entspricht einem Beschäftigungsäquivalent von 2,9 Mio. Personen und vermittelt einen Eindruck, wie viel Unterauslastung hier kompensiert wurde. Dagegen wirkt der Höchstwert von 1,44 Mio. während der globalen Finanzmarktkrise 2009 vergleichsweise gering. Selbst im Herbst 2020 lag die Zahl der Kurzarbeiter (Sep: 2,2 Mio.) noch deutlich darüber.

Trotz der Konjunkturerholung in Q3 und des Rückgangs der Kurzarbeit dürften die Effektivverdienste (Personenkonzept) auf Jahressicht um gut 1% zurückgehen und die Lohndrift damit bei gut -3% liegen.

Die Zahl der Beschäftigten ging in Q2 trotz massiver Inanspruchnahme von Kurzarbeit deutlich um -0,9% gg. Vq. zurück, eine erste Erholung setzte in Q3 ein. Hauptsächlich betroffen waren die Metall-, Elektro-, und Stahlindustrie, die Arbeitnehmerüberlassung und das Gastgewerbe. Nach den jüngsten Daten dürfte die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung in Q3 noch 0,3% unter dem Vorjahresniveau liegen. Aus dieser Perspektive dürfte auch Q4 nochmals schwach ausfallen, da die Beschäftigung zum Jahresende 2019 auf einem Rekordniveau von 33,9 Mio. lag.

Insgesamt verzeichnete die Erwerbstätigkeit in Q2 mit -1,4% gg. Vq. (-628 Tsd.) einen noch kräftigeren Rücksetzer als die Beschäftigung. Verantwortlich dafür war vor allem der Rückgang bei den ausschließlich geringfügig entlohnten Arbeitnehmern. Diese Gruppe kann keine Kurzarbeit in Anspruch nehmen, sodass die Krise hier voll durchschlug. Mit der Konjunkturerholung während des Sommers wurde auch hier die Talsohle durchschritten. Da eine Vielzahl dieser Arbeitsplätze aber bei den konsumnahen Dienstleistungen angesiedelt ist, dürfte die Erholung infolge des Lockdown Lite in Q4 zum Erliegen kommen. Im Gesamtjahr 2020 ist ein Rückgang der Erwerbstätigkeit um 430 Tsd. bzw. 1% zu erwarten.

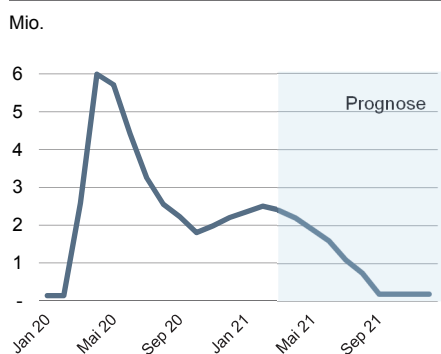
Arbeitsmarkt mit durchwachsenem Ausblick für das Jahr 2021

Für die Arbeitsmarktentwicklung des kommenden Jahres wird die breite Verfügbarkeit einer Impfung gegen das Coronavirus ausschlaggebend sein. Mit der dann zu erwartenden Lockerung der Hygienemaßnahmen dürfte sich das Wirtschaftsleben bis H2 2021 wieder normalisieren. Davon wird insbesondere der Dienstleistungssektor profitieren, da hier viele Unternehmen auf die persönliche Interaktion mit ihren Kunden angewiesen sind. Allerdings könnte eine Vielzahl von Betrieben trotz staatlicher Hilfen während der vorgeschriebenen Schließungen nicht überlebt haben und so als Arbeitgeber wegfallen. Dies könnte schon mit dem Auslaufen des Insolvenzmoratoriums zutage treten.

Sollte sich die Pandemie ebenfalls global eindämmen lassen, könnte die fortgesetzte Belegung des Welthandels letztlich auch den Beschäftigten in der Industrie zugutekommen. Hier dürfte die Erholung allerdings von branchenspezifischen Strukturveränderungen gebremst werden. Das gilt insbesondere für die Auto- und Zuliefererunternehmen, die Luftfahrtindustrie, aber auch im Maschi-

Erwartete Entwicklung der Kurzarbeit

14



Quellen: Arbeitsagentur, ifo Institut, Deutsche Bank Research



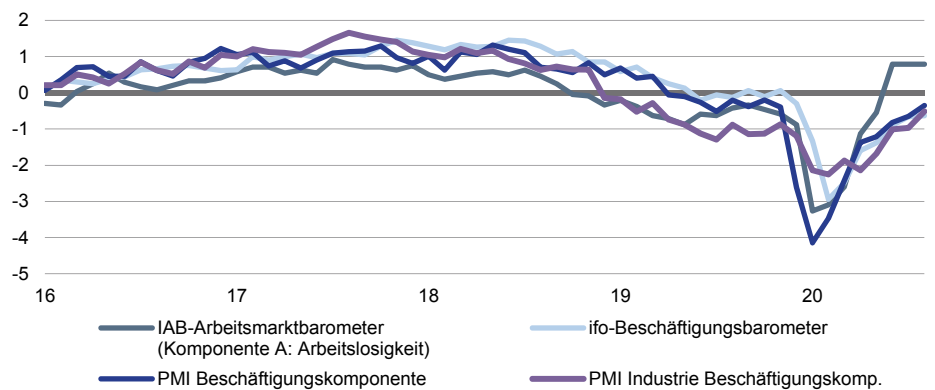
Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

nenbau und der Metall- und Elektroindustrie ganz allgemein. Zwar konnte mithilfe der Kurzarbeit erfahrenes Personal vorerst gehalten werden, aber in welchem Umfang die Geschäftsmodelle nach einem Jahr der Krise noch tragfähig sind, wird sich erst noch zeigen müssen. Wenn vielfach erst einmal die Kurzarbeit zurückgeführt wird, dürften die Unternehmen bei Neueinstellungen zurückhaltend bleiben. Das gilt vor allem dann, wenn bei Umstrukturierungen vorhandenes Personal vorrangig umverteilt werden muss.

Vorlaufende Arbeitsmarktindikatoren signalisieren bislang eine weitere Stabilisierung des Arbeitsmarkts

15

Standardisierte Werte



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

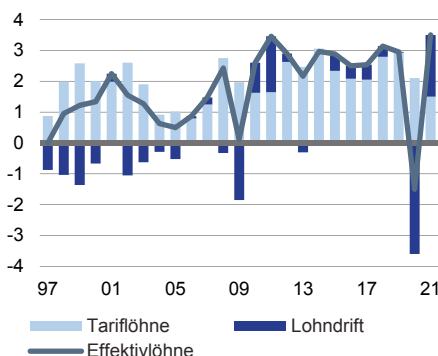
Gegenwärtig deuten die Frühindikatoren (IAB- und ifo-Barometer sowie PMI-Subkomponenten) für den deutschen Arbeitsmarkt auf eine seitwärts gerichtete Beschäftigungsentwicklung hin, wenngleich die Unsicherheit gegenwärtig hoch ist. Vor dem Hintergrund unserer Konjunktüreinschätzung für das Jahr 2021 (BIP: +4,5%) und der besonderen Konstellation am deutschen Arbeitsmarkt erwarten wir im Jahresdurchschnitt 2021 eine Zunahme der Erwerbstätigenzahl um etwa 80.000 (+0,2%), nach einem Rückgang von -1% im Jahr 2020. Das Vorkrisenniveau dürfte nicht vor H2 2022 erreicht werden. Trotz der erwarteten Konjunkturerholung dürfte die Kurzarbeit auch im kommenden Jahr eine Rolle spielen und kaum unter ein jahresdurchschnittliches Niveau von 1 Mio. zurückgehen.

Mit der Kombination aus zurückhaltenden Neueinstellungen, der Rückführung von Kurzarbeit sowie strukturellen Gegenwinden dürfte sich der Abbau der Arbeitslosigkeit im kommenden Jahr sehr zäh gestalten. Infolge des Basiseffekts aus dem Jahr 2020 dürfte die Arbeitslosenquote daher im Jahresdurchschnitt 2021 auf 6,3% (2020: 5,9%) ansteigen und erst im Jahr 2022 wieder unter die Marke von 6% fallen.

2021: Geringes Tariflohnplus, Rückführung von Kurzarbeit dürfte Effektivlöhne treiben

16

Gesamtwirtschaft, Personenkonzept, % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Tarifrunde 2021

In der Tarifrunde des Jahres 2021 stehen Verhandlungen für rund 12 Mio. tariflich gebundene Arbeitskräfte an, knapp 36% der zuletzt rund 33,5 Mio. sozialversicherungspflichtig Beschäftigten. Im Fokus dürften die Mitte Dezember 2020 gestarteten Verhandlungen in der Metall- und Elektroindustrie (3,8 Mio.) stehen und dann ab Q1 der Groß- und Außenhandel (März/April: 1,17 Mio.) sowie der Einzelhandel (regional März bis Juni: 2,36 Mio.). Zudem werden ab Juni im Bauhauptgewerbe (0,6 Mio.) und ab September im öffentlichen Dienst der Länder (0,9 Mio.) neue Tarifverträge verhandelt.



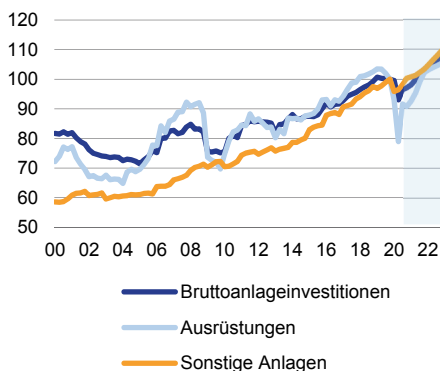
Unter dem Eindruck der Corona-Krise, aber auch mit Blick auf weitergehende Strukturveränderungen dürfte der Beschäftigungssicherung hohe Priorität eingeräumt werden, vor allem in der Metall- und Elektroindustrie aber auch im Einzelhandel. Das könnte sowohl eine Anpassung der Arbeitszeitmodelle (4-Tage-Woche) beinhalten, als auch Weiterbildungsmaßnahmen. Die für gewöhnlich kräftigen ersten Forderungen nach Tarifierhöhungen, die in den Vorjahren bei durchschnittlich rund 6% lagen, fallen hier gegenwärtig eher zurückhaltend aus (IG Metall: 4%). Im Bauhauptgewerbe und im öffentlichen Dienst der Länder sind die Rahmenbedingungen anders. Da die Baukonjunktur weiter gut läuft und im öffentlichen Dienst Bund und Kommunen bereits vorgelegt haben, sind hier sicher progressivere Tariflohnforderungen zu erwarten. Insgesamt dürften die Tariflohnabschlüsse des Jahres 2021 zu einem Anstieg von etwa 1,5% führen, nach rund 2% im Jahr 2020. In Kombination mit der Tariflohnentwicklung dürfte eine mit der konjunkturellen Erholung einhergehende Rückführung der Kurzarbeit zu einem kräftigen Anstieg der Effektivlöhne (Personenkonzept) von gut 3% führen.

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

Bruttoanlageinvestitionen der gesamten Volkswirtschaft

17

Index: Q4 2019=100 (kalender-/saison- und preisbereinigte Werte)

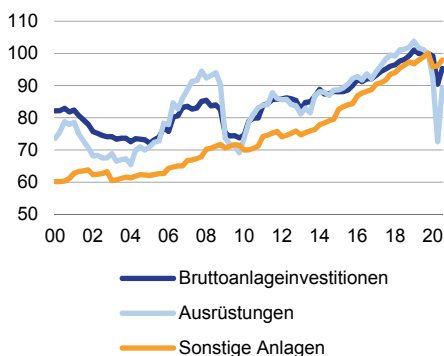


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Bruttoanlageinvestitionen der nicht-staatlichen Sektoren

18

Index: Q4 2019=100 (kalender-/saison- und preisbereinigte Werte)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Ausrüstungsinvestitionen und sonstige Anlagen

- Die Corona-Pandemie hat sich stark negativ auf die Ausrüstungsinvestitionen ausgewirkt. Auch wenn es im dritten Quartal 2020 wieder eine deutliche Gegenbewegung gab, liegen die Ausrüstungsinvestitionen noch immer rund 8 ½% unter ihrem Vor-Corona-Niveau.
- Im Prognosezeitraum 2021-22 dürfte die Entwicklung bei den Investitionen vor allem vom weiteren Pandemieablauf abhängen. Zwar dürften sich die positiven Nachrichten zur bevorstehenden Impfkampagne förderlich auf das Unternehmens- und Verbrauchervertrauen auswirken. Dennoch dürften die durch die Pandemie verursachten finanziellen Einschläge in die Unternehmensbilanzen die Investitionstätigkeit noch eine ganze Weile belasten. Sowohl angebots- als auch nachfrageseitige Hürden dürften aller Voraussicht nach einem schnellen Aufholprozess im Wege stehen.
- Zum einen wird die Bewältigung des durch die Pandemie ausgelösten ökonomischen Schocks – trotz der ultra-expansiven Fiskal- und Geldpolitik – eine gewisse Zeit beanspruchen. Zum anderen bestehen viele der strukturellen Faktoren, die die Investitionen dämpfen, weiterhin fort. Dazu gehören u.a. der gestiegene Protektionismus, die hohen politischen Risiken oder die nachteiligen, durch den Brexit verursachten Effekte.
- In diesem Jahr erwarten wir einen Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen um 12,6%. Die sonstigen Investitionen dürften dagegen mit schätzungsweise 0,7% nur moderat sinken. 2021 dürften die Wachstumsraten wieder deutlich ins Plus drehen. Konkret erwarten wir ein positives Wachstum von 10,7% bzw. 4,2%. Nichtsdestotrotz sollte das starke Wachstumsplus bei den Ausrüstungsinvestitionen nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Erholung nur schleppend verlaufen dürfte. In diesem Zusammenhang sei betont, dass die Ausrüstungsinvestitionen ihr Vor-Corona-Niveau nicht vor dem Jahr 2022 übersteigen dürften.

Ausrüstungsinvestitionen im Würgegriff der Pandemie

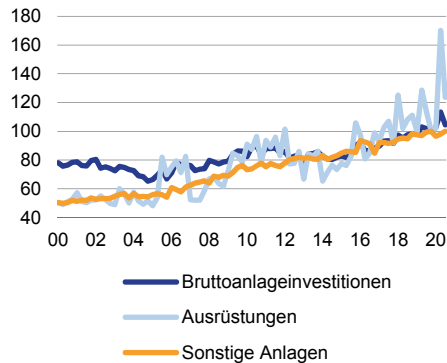
Die COVID-19-Pandemie hat einen insgesamt stark negativen Effekt auf die inländischen Investitionen in Ausrüstungen, Maschinen und Fahrzeuge gehabt



Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

Bruttoanlageinvestitionen des Staates 19

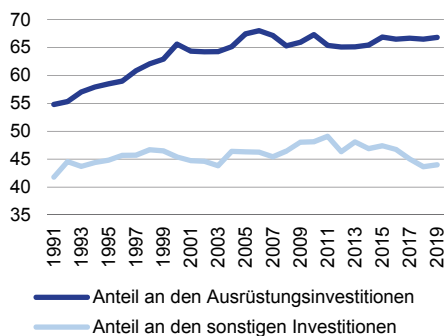
Index: Q4 2019=100 (kalender-/saison- und preisbereinigte Werte)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Bedeutung des Dienstleistungssektors für die Ausrüstungs- und sonstigen Investitionen 20

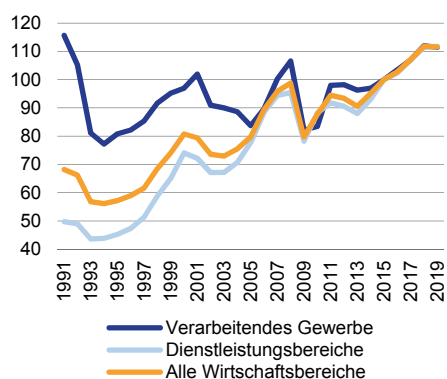
% Anteile an den jeweiligen Bruttoanlageinvestitionen



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Ausrüstungsinvestitionen 21

Neue Anlagen (brutto) (preisbereinigt), Index



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

(im nachfolgenden nur noch mit „Ausrüstungsinvestitionen“ abgekürzt). Nachdem die Ausrüstungsinvestitionen bereits in der zweiten Jahreshälfte 2019 mit rund 2 ½% rückläufig gewesen waren (saison-/kalender- und preisbereinigte Daten der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung), brachen sie in der ersten

Hälfte dieses Jahres mit 15% regelrecht ein. Auch wenn es im dritten Quartal 2020 im Zuge der kurzzeitigen Sommererholung eine deutliche Gegenbewegung gab (+16% gg. Vq.), liegen die Ausrüstungsinvestitionen noch immer rund 8 ½% unter ihrem Vor-Corona-Niveau (aus dem Schlussquartal 2019) (siehe Grafik 17). Der Rückgang über die ersten sechs Monate des Jahres war ausschließlich auf die einbrechende Investitionstätigkeit im Privatsektor zurückzuführen (-18%), wohingegen die stark ansteigenden Ausrüstungsinvestitionen im öffentlichen Sektor (+27%) dazu beitrugen, den Gesamtrückgang abzuschwächen (siehe Grafiken 18 und 19). Im Gegensatz zu den Ausrüstungsinvestitionen fiel der Rückgang bei den sonstigen Investitionen wesentlich moderater aus. Zu den sonstigen Investitionen dazu zählen u.a. Investitionen in Forschung und Entwicklung (F&E), Software oder Datenbanken. Genauer gesagt gingen die sonstigen Investitionen in der ersten Jahreshälfte 2020 um „lediglich“ 3,3% zurück. Allerdings waren diese sowohl im Privat- als auch im Staatssektor rückläufig (-3 ½% bzw. -2 ½%). Insgesamt war der durch Corona verursachte Rückgang bei den Ausrüstungsinvestitionen des Privatsektors noch etwas heftiger als während der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise (siehe Grafik 18).

Vieles deutet auf eine schleppende Erholung hin, trotz einiger Hoffnungsschimmer in der deutschen Industrie

Im Prognosezeitraum 2021-22 dürfte die Entwicklung bei den Investitionen stark vom weiteren Pandemieablauf abhängen. Zwar dürften sich die positiven Nachrichten zur bevorstehenden Impfkampagne förderlich auf das Unternehmens- und Verbrauchervertrauen auswirken und über die Beseitigung der pandemiebedingten Unsicherheit letztlich auch der Investitionstätigkeit zugutekommen. Dennoch werden die durch die Pandemie verursachten finanziellen Einschläge in den Unternehmensbilanzen die Investitionstätigkeit noch eine ganze Weile belasten. Sowohl angebots- als auch nachfrageseitige Hürden dürften aller Voraussicht nach einem schnellen Aufholprozess im Wege stehen. Denn gegen eine rasche Erholung sprechen zum einen der geringere finanzielle Spielraum der Unternehmen (aufgrund gesunkener Gewinne bzw. anfallender Verluste). Zum anderen wird der Ausblick durch die insgesamt geschwächte Nachfrage der privaten Haushalte getrübt. In diesem Zusammenhang lohnt es sich, einen Blick auf die Gewinnentwicklung des Privatsektors zu werfen. Dieser ist schon seit knapp einer Dekade deutlich rückläufig: So ist die Gewinnquote – das Verhältnis zwischen Betriebsüberschuss und Selbständigen-Einkommen im Verhältnis zur Bruttowertschöpfung – bereits 2019 auf 23,2% und damit auf den tiefsten Wert seit der deutschen Wiedervereinigung gefallen (siehe Gemeinschaftsdiagnose-Gutachten vom Herbst 2020). Die Wirtschaftsforschungsinstitute gehen derzeit davon aus, dass die Gewinnquote auch im Prognosezeitraum mit Werten von kaum mehr als 22% niedrig bleiben dürfte.

Aufgrund der derzeit noch immer ausgesetzten Insolvenzantragspflicht für überschuldete Unternehmen ist der aktuelle Trend bei den offiziell gemeldeten Unternehmensinsolvenzen stark verzerrt. In der Tat sind die aktuellen Statistiken dazu irreführend: Denn während der Corona-Pandemie ist die Zahl der Insolvenzen sogar zurückgegangen. Auch wenn die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen in diesem Jahr nach einer Prognose von Creditreform auf 16,300 sinken könnten (-13,4% im Vergleich zu den 18,830 verzeichneten Fällen im Jahr 2019), stellt Creditreform fest, dass sich die Insolvenzentwicklung aktuell von der wirtschaftlichen Wirklichkeit abgekoppelt hat (siehe FAZ vom 9. Dezember 2020). Im Besonderen konnten zunächst vor allem kleinere Firmen dank der

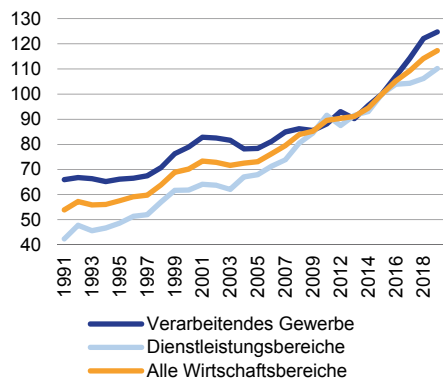


Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

Sonstige Investitionen

22

Neue Anlagen (brutto) (preisbereinigt), Index

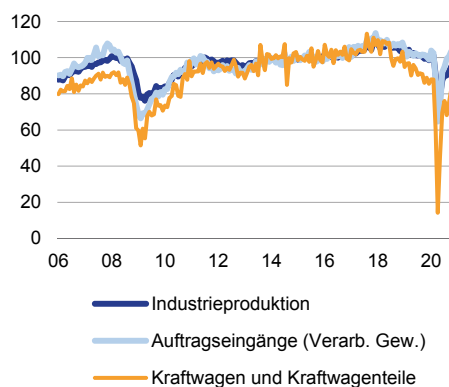


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Produktion und Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe

23

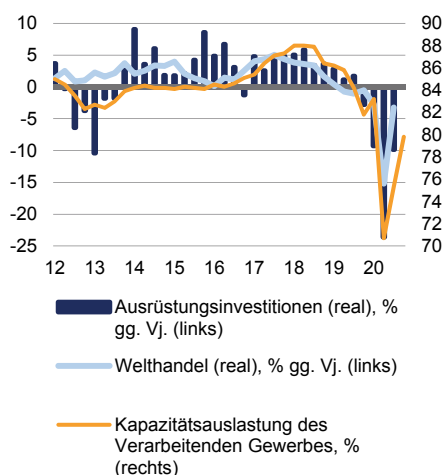
Index (saison- und kalenderbereinigte Monatswerte)



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Ausrüstungsinvestitionen vs. Welthandel und Kapazitätsauslastung

24



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

staatlichen Hilfsprogramme finanziell am Leben gehalten werden. Wie auch immer: Stand jetzt wird die Aussetzung der Insolvenzantragspflicht ab dem 1. Januar 2021 letztlich auch für überschuldete Unternehmen auslaufen, was wohl zu einem starken Anstieg der Insolvenzzahlen führen dürfte. Besonders in den am stärksten von der Pandemie betroffenen Wirtschaftszweigen (wie der Gaststätten- und Beherbergungsbranche oder dem stationären Einzelhandel) dürften die Insolvenzen stark ansteigen. Insgesamt geht Creditreform davon aus, dass die Anzahl der Unternehmenspleiten im neuen Jahr um 50% auf dann 24.000 Fälle hochschießen wird.

Aber auch solvente Firmen dürften nur zögerlich ihre Investitionen ausweiten. Denn einerseits bleibt der Wirtschaftsausblick höchst ungewiss. Zum anderen dürften die Möglichkeiten bzw. Konditionen, sich neues Kapital für Investitionszwecke zu beschaffen (Eigenkapital, Bankkredite), für die Unternehmen herausfordernder bzw. unattraktiver werden. Ebenso dürfte vor allem die Dienstleistungsbranche bremsend auf die weitere Investitionsentwicklung einwirken. Diese war vor allem in der Vergangenheit ein Wachstumstreiber bei den Anlageinvestitionen (siehe Grafik 21) und steuerte 2019 noch rund zwei Drittel zu den gesamten Ausrüstungsinvestitionen bei (siehe Grafik 20). Bei den sonstigen Investitionen, die mehrheitlich im Verarbeitenden Gewerbe getätigt werden, ist der Ausblick per se deutlich günstiger. Die Notwendigkeit der Unternehmen, weiterhin in die Digitalisierung ihrer Produktions- und Arbeitsprozesse zu investieren (und damit z.B. in Software, Datenbanken oder F&E), dürfte sich in diesem Bereich positiv auswirken.

Abwärtsrisiken ergeben sich für die Investitionstätigkeit durch den steigenden Protektionismus – und dem damit verbundenen Risiko einer schädlichen Außenhandelspolitik zulasten anderer – sowie von einem harten Brexit. Aber es gibt auch einige positive Entwicklungen. Die starke Wirtschaftserholung in China wird auf jeden Fall dabei helfen, das Wirtschaftswachstum und die Investitionstätigkeit in Europa und Deutschland wieder in Gang zu bringen (China ist der wichtigste Handelspartner Deutschlands). Darüber hinaus dürfte das EUR 130 Mrd. schwere deutsche Konjunkturprogramm dafür sorgen, die durch die Pandemie verursachten negativen volkswirtschaftlichen Auswirkungen zumindest teilweise abzumildern. Für die Investitionstätigkeit dürften in diesem Zusammenhang sowohl der erweiterte Verlustrücktrag als auch die temporäre Wiedereinführung der degressiven Abschreibung (auf mobile Wirtschaftsgüter) für die Jahre 2020/21 am bedeutendsten sein. Schließlich gibt es noch – dank der relativ soliden Erholung in der Industrie – einen Silberstreif am Horizont (siehe Grafik 23). Nach einem tiefen Einbruch um fast 30% im März/April ist die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe nunmehr schon sechs Monate hintereinander angestiegen, mit der Folge, dass sich das Corona-Loch bei den Produktionszahlen merklich verringert hat. Im Oktober lag der Output in der Verarbeitenden Industrie „nur“ noch 6% unter dem Februar-Niveau. Weitere gute Nachrichten kamen von den Auftragseingängen im Verarbeitenden Gewerbe. Im Oktober lagen diese sogar bereits leicht über dem Februar-Niveau. Dies kommt einer beeindruckenden Erholung gleich: Denn im März/April wurde noch ein scharfer Einbruch von ca. 37% verzeichnet. Zu guter Letzt hat sich auch noch die Jahreswachstumsrate bei den inländischen Investitionsgütern – unser bevorzugter Frühindikator für die Ausrüstungsinvestitionen – spürbar ins Plus gedreht (siehe Grafik 25).

Ausblick 2020-22: Es dürfte ein langer und steiniger Weg auf dem Weg zur (vollständigen) Erholung werden

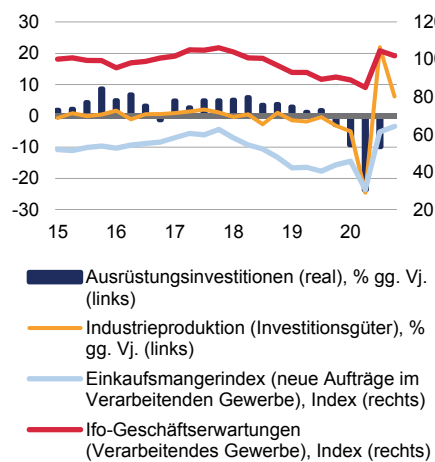
Trotz des Silberstreifs in der deutschen Industriekonjunktur dürfte es sich bei der Erholung um einen langen und steinigen Weg handeln – zumindest mit Blick auf die Ausrüstungsinvestitionen. So wird die Bewältigung des ökonomischen



Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

Raues Umfeld für Ausrüstungs- investitionen

25



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Schocks trotz der ultra-expansiven Fiskal- und Geldpolitik eine gewisse Zeit beanspruchen. Eine kürzlich vom Deutschen Industrie- und Handelskammertag (DIHK) durchgeführte Umfrage (Herbst 2020) scheint unsere Einschätzung zu bestätigen. Während rund ein Drittel der befragten Unternehmen beabsichtigt, ihre Investitionsbudgets in den nächsten 12 Monaten zurückzufahren, streben nur 19% der Firmen höhere Investitionen an. Auf der Ebene der einzelnen Sektoren deuten sich insbesondere im Gastgewerbe, der Reise- und Freizeitwirtschaft sowie im Messe- und Ausstellungsbereich starke Kürzungen bei den Investitionen an – d.h. in jenen Bereichen, deren Wirtschaftstätigkeit mit am härtesten durch die Pandemie getroffen worden sind. Aber auch in der Industrie scheinen die Unternehmen mit Blick auf ihre Investitionsbudgets zurückhaltend zu sein. Laut DIHK-Umfrage dürften die Investitionspläne besonders stark im Bereich der Kapitalgüterproduzenten gekürzt werden, mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die künftige Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen. Bei den Ausrüstungsinvestitionen und sonstigen Anlagen erwarten wir im neuen Jahr dennoch ein deutliches Wachstumspuls, was jedoch im Kontext des tiefen Einbruchs in diesem Jahr bewertet werden muss. Die Wachstumsraten dürften sich unserer Einschätzung nach auf 10,7% bzw. 4,2% belaufen. Insgesamt sollte das starke Wachstumspuls bei den Ausrüstungsinvestitionen nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Erholung nur schleppend verlaufen dürfte. In diesem Zusammenhang sei betont, dass die Ausrüstungsinvestitionen ihr Vor-Corona-Niveau nicht vor dem Jahr 2022 übersteigen dürften.

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

Vielfach diskutierte Corona-bedingte Nachfrageverschiebungen im Wohnungs- markt

26

- Raus aus den Stadtzentren, hin zu den weniger dicht besiedelten Stadtteilen.
- Raus aus den Metropolen, hin zu den Rändern der Metropolregionen?
- Raus aus den Büros, rein in das Homeoffice

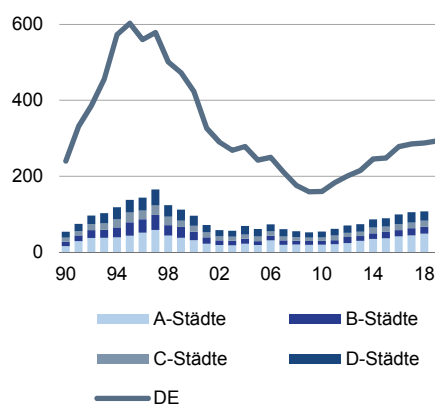
Wohnungsmarkt: Kein Ende des Booms

- Der Einfluss der Corona-Krise auf die Wohnungsmärkte ist aufgrund der Knappheit an Wohnraum vielfach begrenzt.
- Wir erwarten eine graduelle Zunahme der Homeoffice-Quote und keinen Strukturbruch post-Corona.
- Der Bausektor ist sehr solide und wächst im Jahr 2020 und 2021.

1990-2019 Baufertigstellungen

27

Anzahl der Wohnungen in '000



Quellen: riwis, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

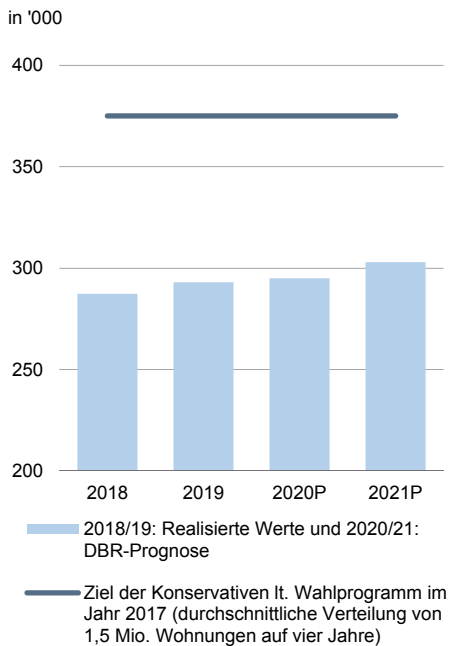
Auch die Corona-Krise hat nicht das Ende des Booms am deutschen Wohnungsmarkt eingeleitet. Insbesondere die Immobiliennachfrage institutioneller Investoren dürfte durch die Krise einen weiteren Schub erfahren. Die Flucht in Sicherheit und das Niedrigzinsumfeld dürfte einen Großteil des kräftigen Preisanstiegs im deutschen Wohnungsmarkt im Jahr 2020 erklären. Zudem ist die fundamentale Situation weiterhin geprägt von der hohen Angebotsknappheit. Deshalb erwarten wir im Jahr 2021 und auch für einige weitere Jahre steigende Haus- und Wohnungspreise. Vielfach werden Corona-bedingte Nachfrageverschiebungen diskutiert (Grafik 25). Diese würden allerdings aufgrund des knappen Wohnraums mit massiven Miet- und Preisschüben einhergehen. Deshalb dürfte die Pandemie nur begrenzt Auswirkungen auf die Teilssegmente des Wohnungsmarkts haben.

Seit dem Jahr 2009 sind im Wohnungsmarkt die Mieten etwa halb so kräftig wie die Preise gestiegen. Das künftige Verhältnis von Preis- zu Mietwachstum könnte noch schwächer ausfallen. Neben den zahlreichen regulatorischen Eingriffen, die eher dämpfend auf die Mieten wirken könnten, belastet die Pandemie temporär die Wohnungsnachfrage voraussichtlich stärker als das Wohnungsangebot. Die Einkommen haben deutlich an Dynamik verloren. Dazu tragen sowohl sehr geringe gesamtwirtschaftliche Lohnanstiege als auch eine temporär höhere Arbeitslosigkeit und eine niedrigere Beschäftigung bei. Folglich



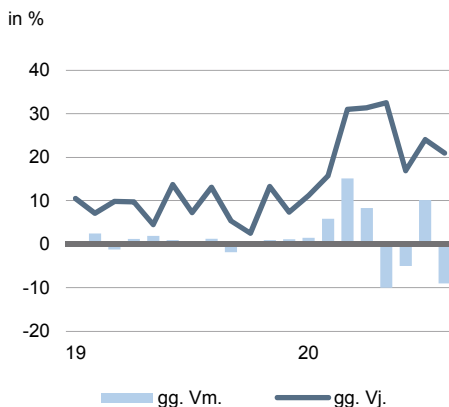
Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

2018-2021: Fertiggestellte Wohnungen 28



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Jan 2019 - Sep 2020: Online-Handel 29



Quellen: Deutsche Bank Research, Eurostat, Haver Analytics LP

dürfte das Mietwachstum im Jahr 2020 und 2021 nur in etwa einen Inflationsausgleich darstellen, während wir für die bundesweiten Haus- und Wohnungspreise in beiden Jahren abermals einen kräftigen Anstieg um mehr als 6% gegenüber Vorjahr erwarten. Damit werden die Mietrenditen weiter rückläufig sein.

Das bekannte fundamentale Problem im Wohnungsmarkt ist durch die Corona-Krise zumindest temporär verschärft worden. Die Ausweitung des Wohnungsangebots insbesondere in den Ballungsgebieten lahm. Die Zahl der fertiggestellten Wohnungen im Jahr 2020 (Daten liegen erst im Mai 2021 vor) stagniert unserer Einschätzung nach erneut auf dem Vorjahresniveau von 293.000 Wohnungen. Auch im Jahr 2021 dürfte die Zahl der fertiggestellten Wohnungen kaum 300.000 Wohnungen überschreiten und damit nur marginal über dem Niveau der Vorjahre liegen. Nachfrageseitig dürfte sich die wirtschaftliche Erholung ab dem zweiten Quartal des Jahres 2021 positiv auf die Nachfrage nach Wohnraum auswirken. Nachfrageimpulse dürften dann auch wieder von der Zuwanderung kommen. Wir erwarten, dass die Nettozuwanderung wieder auf das Vorkrisenniveau von rund 300.000 Personen ansteigen wird. Womöglich ist Deutschland aufgrund seines guten Gesundheitssystems und der relativ zu anderen Ländern guten politischen Führung als Einwanderungsland noch attraktiver geworden.

Politik und Regulierung: Striktere und mehr Regeln, mehr Forderungen nach bezahlbarem Wohnraum mit limitiertem Erfolg

Die Debatte um weitere regulatorische Verschärfungen dürfte im Jahr 2021 wieder viele Schlagzeilen machen. Im Mittelpunkt steht die Bundestagswahl und nahezu alle Parteien dürften sich erneut darin gefallen, bezahlbaren Wohnraum zu fordern (als ob jemand für unbezahlbaren Wohnraum plädierte) und sich in Versprechungen von Wahlgewinnen zu überbieten. Auch die Forderung der Konservativen bei der letzten Bundestagswahl, 1,5 Millionen Wohnungen in der Legislaturperiode 2017 bis 2021 zu bauen, dürfte sich wiederholen. Dass das Ziel in der aktuellen Legislaturperiode unmissverständlich verfehlt wird – wohl um deutlich mehr als 200.000 Wohnungen – dürfte, da bei einigen Parteien dieses marktwirtschaftliche Argument sowieso nicht verfehlt, dagegen kaum beachtet werden. Nach heutigem Stand wird am 31. März 2021 das Baukindergeld auslaufen, was potenziell einen leicht dämpfenden Effekt auf die Preise im unteren und mittleren Segment des Wohnungsmarktes haben sollte. Am 31. Dezember 2021 werden die Sonderabschreibungen für Investitionen in Mietwohnungen enden, was die Angebotsknappheit perspektivisch erhöhen könnte. Aber womöglich könnte es hier zu einer Verlängerung kommen. Daneben steht die Entscheidung an, inwieweit der Berliner Mietendeckel verfassungskonform ist. Dieses Urteil dürfte weitreichende Konsequenzen für die immer sozialistischer gedachte Wohnungspolitik haben. Ist der Mietendeckel verfassungskonform, dürfte sich die abzeichnende Verschärfung der Angebotsknappheit am Berliner Wohnungsmarkt manifestieren. Wäre der Mietendeckel dagegen mindestens in Teilen verfassungswidrig, hätte das Jahr 2021 auch das Potenzial, das Ende der sozialistischen Tendenzen in der Wohnungspolitik einzuleiten. Unabhängig von dieser Entscheidung dürfte der immer striktere regulatorische Rahmen und die vielen gut gemeinten Initiativen, inklusive der Wohnraumoffensive, das Kernproblem des „knappen Wohnraums“ bestenfalls dämpfen, nicht beseitigen, und schlimmstenfalls verschärfen.



Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

Strukturbruch-Szenario: Zwei Tage Home-office pro Woche für 50% der Büro-beschäftigten **30**

Wenn ein Bürobeschäftigter statt 10% seiner Arbeitszeit (wie vor der Corona-Pandemie) nunmehr 40% seiner Arbeitszeit (nach der Corona-Pandemie) zu Hause arbeitet, sinkt die Zahl der „Präsenzarbeitstage“ von 162 auf 120 pro Jahr, also je Arbeitnehmer um rund 26%. Unter der Annahme, dass solche flexiblen Arrangements für 50% der Bürobeschäftigten infrage kommen, sänke die Nachfrage nach Büroraum um 13%. Bei einer durchschnittlichen Vertragslaufzeit von 10 Jahren und unter der Annahme, dass jedes Jahr 10% der Mietverträge auslaufen, ginge die Nachfrage nach Büroraum gegenüber dem Vor-Pandemie-Niveau um 1,3% zurück.

Folge 1: Dies entspricht rund 2,4 Mio. m² pro Jahr. Von 2009 bis 2019 dagegen wurden in den untersuchten 126 Städten jedes Jahr rund 1 Mio. m² an Büroraum zusätzlich vermietet. Dies ist eine Differenz von 3,4 Mio. m² pro Jahr und Mieten und Preise würden kräftig nachgeben.

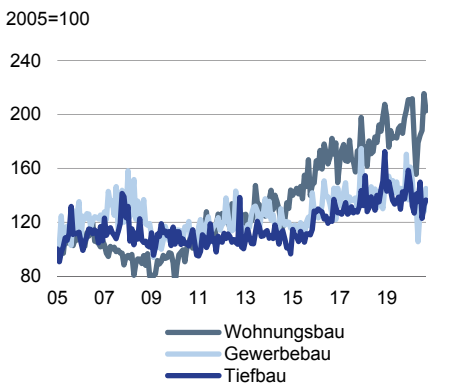
Folge 2: In diesem Fall erwarten wir, dass Standardaufgaben im Homeoffice erledigt würden und die Zeit im traditionellen Büro für mehr Austausch, Kommunikation und Pflege der Unternehmenskultur nötig wäre. Folglich erwarten wir in diesem Szenario, dass die Flächennachfrage pro Person steigen würde und teilweise den Nachfragerückgang kompensiert. Auch die geringere Zahl an Geschäftsreisen dürfte die Flächennachfrage erhöhen und würde den potenziellen Schock dämpfen.

Arbeitstage pro Jahr **31**

	pre-COVID	post-COVID
Insgesamt	250	250
- Krankheit	10	10
- Urlaub	30	30
- Reise	30	10
=Bürotage	180	200
von zu Hause	18	80
	(=10%)	(=40%)
Traditionelles Büro	162	120

Quelle: Deutsche Bank Research

2005-2020 Auftragseingang **32**



Quellen: DB Research, Statistisches Bundesamt

Gewerbeimmobilien: Corona-Krise wirkt als Beschleuniger bestehender Trends

Zweifellos stehen viele Segmente im Gewerbeimmobilienmarkt vor großen Umbrüchen. Logistikimmobilien profitieren von dem Corona-bedingten Schub für den Online-Handel. Dieser lag insbesondere in den Lockdown-Monaten mehr als 30% über den Vorjahresmonaten. Der Verlierer dieser Entwicklung ist der stationäre Einzelhandel mit Ausnahme des Lebensmitteleinzelhandels. In diesem Segment gelingt es den Online-Anbietern selbst im Pandemie-Jahr 2020 nicht, die Marktanteile massiv auszuweiten. Es besteht weitgehender Konsens, dass diese Trends weit über das Jahr 2020 Bestand haben. Des Weiteren leidet der Hotelmarkt massiv unter den Lockdowns. Auch hier erwarten wir im Anschluss an die Corona-Krise eine substantiell niedrige Zahl von Geschäftsreisen und Übernachtungen. Web- und Videokonferenzen sind aus unserer Sicht oftmals ein sinnvoller Ersatz zumindest bei etablierten Geschäftsbeziehungen. Zudem gab es anekdotische Evidenz, dass schon vor dem Jahr 2020 in einigen Städten das Hotelangebot über die Nachfrage hinaus ausgeweitet wurde. Im Jahr 2021 droht daher zumindest regional eine Marktberreinigung.

Die größte Unsicherheit besteht im größten Gewerbebereich, dem Büromarkt. In Deutschland gibt es fast 15 Millionen Bürobeschäftigte. Am Anfang der Pandemie war vielfach von einem Abgesang auf das traditionelle Büro zu lesen. Heute ist die Diskussion differenzierter. Die große Unbekannte in der Nach-Corona-Welt bleibt die Produktivität von Teams im Homeoffice. Auch in der akademischen Literatur ist dies eine offene Forschungsfrage. Die Produktivität war im März und April des Jahres 2020 überraschend hoch. Wir sind aber skeptisch, dass die kurzfristigen Erfolge langfristig Bestand haben. Insbesondere das Einarbeiten neuer Mitarbeiter und das Schaffen und Weiterentwickeln einer Team- und Unternehmenskultur könnte die Produktivität reduzieren. Die Knappheit an Wohnraum ist ein weiteres Hindernis, was einem Strukturbruch entgegenwirkt. Zudem rudert auch die Politik nach anfänglichen Versprechungen, ein Recht auf Homeoffice einzuführen, mittlerweile zurück. Daher erwarten wir nur eine graduelle Ausweitung des Homeoffice und keinen Strukturbruch. Ebenso halten wir die Überlegungen von einer flexiblen Nutzung von verschiedenen Büroflächen (kurzfristig Anmietung von leerstehenden Flächen am Stadtrand, Co-Working, Hotels etc.) nur für wenige Unternehmen geeignet und überwiegend für ein mediales Strohfeuer. Die Umsatzverluste durch Produktivitätsverluste dürften schnell die Kostenersparnis durch günstigere Bürofläche übersteigen. Aus unserer Sicht bleibt das traditionelle Büro ein wesentlicher Eckpfeiler. Daher erwarten wir zwei sehr unterschiedliche Halbjahre im Jahr 2021. Zunächst dürften sich Corona-bedingt die negativen Entwicklungen des Jahres 2020 fortsetzen: Eine geringe Anzahl von neuen Vertragsabschlüssen, neue Flächen, die keinen Abnehmer finden, führen folglich marginal zu höheren Leerstandsquoten, während Mieten und Preise stagnieren. In einzelnen Städten ist auch mit fallenden Mieten und Preisen zu rechnen. Im zweiten Halbjahr dürften sich dann die post-Corona-Welt herauskristallisieren und erste Unternehmen beginnen, Homeoffice wieder etwas restriktiver zu fahren. Folglich dürfte die Zahl der Transaktionen wieder zulegen, Leerstände beginnen zu stagnieren und zumindest in den Städten mit sehr geringen Leerständen Mieten und Preise wieder anziehen.

Bauinvestitionen: Gewerbebau dürfte einbrechen

Die Baubranche war über die gesamte Pandemie sehr robust. Zwar ist der ifo Index für das Bauhauptgewerbe kräftig eingebrochen, aber die Baubranche unterschätzte über den gesamten Zyklus seit dem Jahr 2009 die tatsächliche Geschäftslage deutlich. Auftragsbestand und Kapazitätsauslastungen veränderten sich laut der ifo-Umfrage nur geringfügig im Vergleich zum Vorjahr. Zudem sind



Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

2018-2021: Reale Bauinvestitionen

33

Jahr	Wohnungs- bau	Gewerbe- bau	Öffentlicher Bau	Bauinvestitionen
2018	3,1	1,2	3,9	2,7
2019	4,0	2,5	6,0	3,8
2020P	2,3	-0,9	4,1	2,2
2021P	4,0	-4,5	5,0	1,8

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Auftragseingang und Bauproduktion nur leicht rückläufig gewesen und haben sich seit dem Tiefpunkt im Frühjahr bis September weitestgehend erholt. Insbesondere der Auftragseingang im Wohnungsbau liegt aktuell über dem Niveau der Höchststände vor der Corona-Krise. Im Gewerbe- und im öffentlichen Bau waren im Jahr 2020 dagegen deutliche Rückgänge zu verzeichnen und eine deutliche Erholung blieb bisher aus. Die negativen Entwicklungen im Einzelhandel, im Hotelsektor und die hohe Unsicherheit im Büromarkt dürften auch weit in das Jahr 2021 und teilweise darüber hinaus den Gewerbebau belasten. Dagegen dürfte das umfangreiche Fiskalpaket dem öffentlichen Bau wieder auf die Sprünge helfen. Nach einem Plus bei den realen Bauinvestitionen von 2,2% im Jahr 2020 erwarten wir für das Jahr 2021 ein Wachstum von 1,8%. Abermals dürften der Wohnbau und der öffentliche Bau das Wachstum tragen, während die Investitionen im Gewerbebau einbrechen dürften.

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

Öffentliche Finanzen im Corona-Abwärtsstrudel

- Die Corona-Pandemie hat den seit 2014 herrschenden, hohen Haushaltsüberschüssen ein jähes Ende gesetzt. Die Staatsfinanzen werden bis 2022 ganz im Zeichen der Corona-Krise stehen. Das gesamtstaatliche Finanzierungsdefizit (Maastricht-Defizit) dürfte sich unserer Einschätzung nach in diesem Jahr auf knapp 6 ½% vom BIP belaufen und 2021 noch immer bei mehr als 4% liegen. Die Schuldenquote dürfte erst Ende 2021 mit ca. 71,7% ihren vorläufigen Höhepunkt erreichen.
- Auf die neue Bundesregierung kommen schwere Herausforderungen und Entscheidungen zu. Sie muss es letztlich schaffen, die öffentlichen Finanzen wieder auf ein tragfähiges Fundament zu stellen, ohne dabei der Wirtschaft über noch höhere Steuer- und Beitragsbelastungen die Luft zum Atmen zu nehmen. Eine nachhaltige Konsolidierung der Staatsfinanzen dürfte dieses Mal um ein Vielfaches schwerer fallen als im Nachgang zur globalen Finanzkrise, als ein Arbeitsmarktboom, Sonderkonjunktur und riesige Zinsersparnisse der Finanzpolitik goldene Jahre bescherten.
- Nach der Bundestagswahl im nächsten Herbst wird ein großer Kassensturz unausweichlich sein. Somit dürfte auch die künftige Ausrichtung der Finanzpolitik – vor allem mit Blick auf den aufgestauten Reformbedarf in den Bereichen Rente, Gesundheit und Pflege – die Themenwahl für den kommenden Bundestagswahlkampf mitprägen.

Corona-Pandemie bringt Staatsfinanzen in Schieflage

Die Corona-Pandemie hat den seit 2014 herrschenden, hohen Haushaltsüberschüssen ein jähes Ende gesetzt. Auch wenn die staatlichen Zinsausgaben dank Niedrig- und Negativzinsen in den kommenden Jahren überschaubar bleiben, hat die Corona-Pandemie den gesamtstaatlichen Haushalt – direkt über diskretionäre Ausgaben, aber auch indirekt über konjunkturelle Mindereinnahmen/Mehrausgaben – schwer getroffen. Laut BMF-Schätzungen aus dem Frühjahr dürften sämtliche im Zusammenhang mit COVID-19 ergriffenen Maßnahmen – einschließlich des EUR 130 Mrd. schweren Konjunkturprogramms (siehe auch „Allmählich aus der Konjunkturschlucht“) und weiterer prioritärer Maßnahmen des Bundes und der Sozialversicherungen – alleine in den nächsten beiden Jahren zu Haushaltsbelastungen von fast EUR 230 Mrd. führen (weitere Informationen zu den krisenbedingten Mehrausgaben finden sich in „Corona-Überbrückungshilfen: Wumms oder Wümms’chen?“). Aufgrund der wegen des



Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

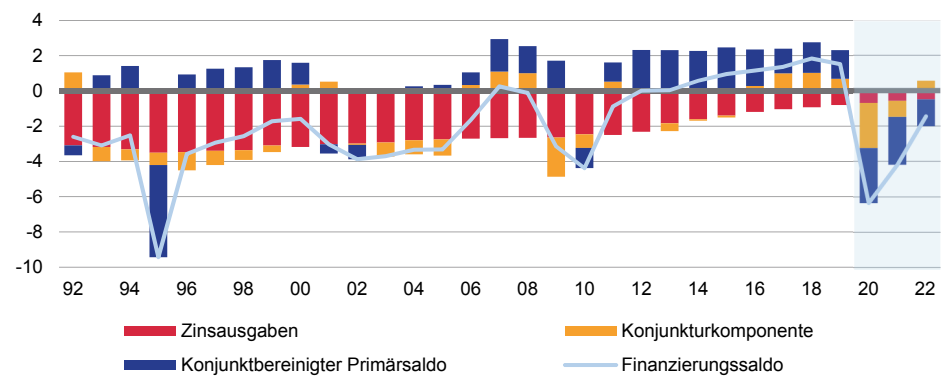
Lockdowns gewährten außerordentlichen Wirtschaftshilfen (November-/Dezember-Hilfen) zeichnet sich jedoch schon jetzt ab, dass die direkten Rettungskosten noch deutlich größer ausfallen dürften (siehe auch „Bundeshaushalt 2021: Folgt auf den Kreditrausch schon bald der Schuldenkater?“).

Trotz des im nächsten Jahr wieder deutlich anziehenden Wachstums dürften die konjunktur- bzw. Corona-bedingten Steuermindereinnahmen im Finanzplanungszeitraum bis 2024 weiterhin erheblich bleiben. Alleine in diesem Jahr dürften die gesamtstaatlichen Steuereinnahmen um knapp 9% einbrechen. Laut dem Arbeitskreis Steuerschätzung dürfte sich der Pandemie-bedingte (kumulierte) Steuerausfall zwischen 2020 und 2024 auf insgesamt rund 330 Mrd. belaufen (aktuelle November-Schätzungen im Vergleich zu den Steuerschätzergebnissen in der Vor-Corona-Zeit aus dem Oktober 2019). Allein in diesem Jahr dürften die Steuereinnahmen um etwa EUR 88 Mrd. niedriger ausfallen als noch vor Ausbruch der Corona-Krise prognostiziert wurde. Selbst im Jahr 2024 dürften die erwarteten Steuerausfälle noch immer EUR 56 Mrd. betragen. Alleine auf Bundesebene muss laut dem Finanzplan zwischen 2022 und 2024 noch eine Finanzlücke von über EUR 42,5 Mrd. geschlossen werden.

Ausblick für die Staatsfinanzen (2020-22)

34

% BIP (Gesamtstaat - VGR)

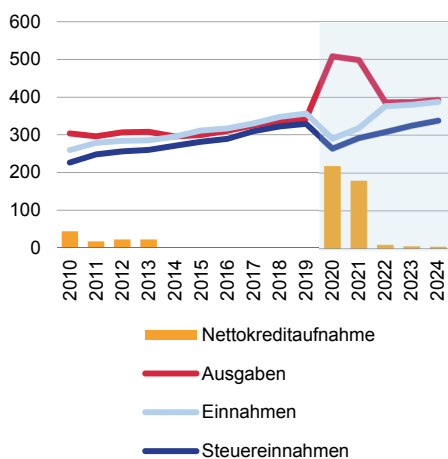


Quellen: Statistisches Bundesamt, AMECO, OECD, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Haushalt 2020/21, Finanzplan bis 2024 (Kernhaushalt des Bundes)

35

EUR Mrd.



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank

Ausblick 2020-22: Weiterhin ganz im Zeichen der Corona-Krise

So ist es alles andere als verwunderlich, dass der Ausblick für den öffentlichen Gesamthaushalt und die Staatsverschuldung im gesamten Prognosezeitraum weiterhin ganz im Zeichen der Corona-Krise stehen wird. Das gesamtstaatliche Finanzierungsdefizit (Maastricht-Defizit) dürfte unserer Einschätzung nach eine Größenordnung von knapp 6 ½% des BIP erreichen (z. Vgl. 2019: Überschuss von 1 ½%). Auch wenn die konjunkturelle Erholung sich im nächsten Jahr zunehmend positiver auf die Staatsfinanzen auswirken sollte – ablesbar an dem erwarteten Rückgang des konjunkturbedingten Defizits auf „nur“ noch rund 1% vom BIP in 2021 von leicht über 2 ½% in 2020 – dürfte das Haushaltsdefizit aufgrund der diskretionären Antikrisenmaßnahmen noch immer mehr als 4% vom BIP betragen. So erwarten wir auch, dass das strukturelle – also um konjunkturelle sowie Einmal- und Sondereffekte bereinigte – Defizit nur leicht zurückgeht: von schätzungsweise 3,8% vom BIP in diesem auf ca. 3,1% im nächsten Jahr (siehe Grafik 34). Der weitere Kurs der Fiskalpolitik ab dem Jahr 2022 wird maßgeblich vom Ausgang der Bundestagswahl und der haushaltspolitischen Prioritätensetzung der nächsten Bundesregierung abhängen. Zwar muss angesichts der derzeit enorm hohen Neuverschuldung hinter die Wiedereinhaltung

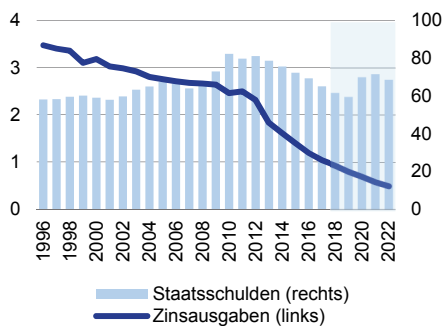


Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

Schuldenquote steigt stark an

36

% BIP (Gesamtstaat) (VGR)



Quellen: WEFA, Destatis, Eurostat, DB Research

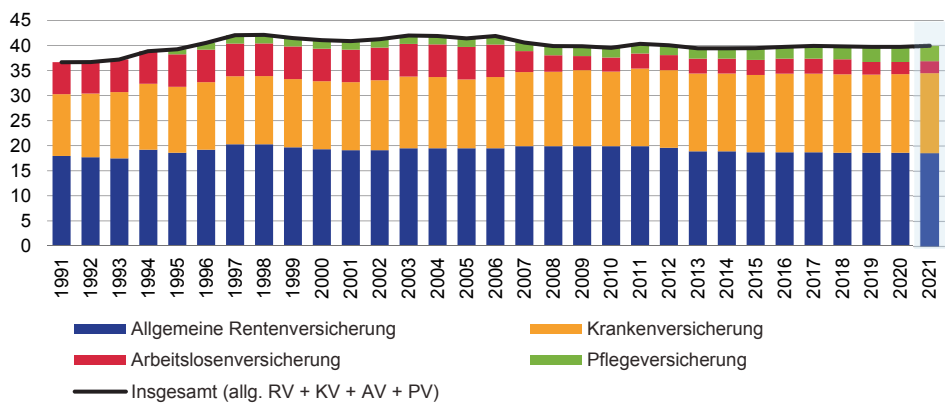
der Schuldenbremse für den Bund ab 2022 wohl ein großes Fragezeichen gesetzt werden (siehe Grafik 35), aber wir rechnen in den kommenden Jahren mit einer graduellen Konsolidierung und somit rückläufigen gesamtstaatlichen Staatsdefiziten (siehe Grafik 34).

Infolge der schulden erhöhenden Haushaltsdefizite (Zähler) sowie des tiefen BIP-Rückgangs (Nenner) dürfte die Schuldenquote in diesem Jahr von knapp unter 60% Ende 2019 auf leicht über 70% ansteigen (siehe Grafik 36). Im nächsten Jahr dürfte die Schuldenquote nochmals leicht ansteigen und Ende 2021 ca. 71,7% vom BIP betragen. Auch wenn die Schuldenquote ab 2022 wieder leicht sinken könnte, zeichnet sich mittelfristig ein erheblicher Konsolidierungsbedarf ab: Einerseits, weil der haushaltsentlastende Effekt durch die stark gesunkenen Zinsausgaben nach und nach ausläuft und andererseits, weil schon sehr bald deutlich spürbare Demografie-bedingte Finanzlasten auf den Staat zukommen – gepaart mit einer rückläufigen Erwerbsbevölkerung und einem deutlich sinkenden Wachstumspotenzial.

Sozialversicherungsbeiträge noch knapp unter 40%

37

Beitragssätze zur Sozialversicherung, % Bruttoarbeitsentgelt



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

Quellen: Deutsche Rentenversicherung, Deutsche Bank Research

Vom Kreditausbruch zum Schuldenkater: Nach der Bundestagswahl wartet ein großer Kassensturz

Auch wenn die Maastricht-Schuldenquote trotz Corona-Pandemie wohl unterhalb des Rekordwertes von 82,3% vom BIP aus dem Jahr 2010 verbleiben dürfte, stellt der sprunghafte Anstieg der Staatsverschuldung eine große finanzpolitische Bürde dar. Denn laut Stiftung Marktwirtschaft ist die öffentlich ausgewiesene Verschuldung nur die Spitze des Eisbergs: Einschließlich der impliziten bzw. „versteckten“ Staatsverschuldung dürfte die sogenannte Nachhaltigkeitslücke (also die Summe der expliziten und impliziten Schulden) im Zuge des zweiten Lockdowns auf über 400% vom BIP hochschießen. Angesichts dessen dürfte es nur noch eine Frage der Zeit sein, bis die Politik die Steuer- und Beitragszahler noch stärker zur Kasse bittet. Die (zunächst nur) bis Ende 2021 versprochene Garantie einer Beitragsbelastung von höchstens 40% („Sozialgarantie 2021“) wackelt angesichts dessen schon gewaltig. Bereits im nächsten Jahr steigt die Beitragsbelastung für Arbeitnehmer mit Kindern auf 39,95% und kommt damit der 40%-Marke sehr nahe (siehe Grafik 37). Für kinderlose Arbeitnehmer wird sie aufgrund des Zuschlags in der Pflegeversicherung schon 2021 auf über 40% steigen. Mit dem „Gesundheitssoli“ oder einer einmaligen Vermögensabgabe kursieren schon jetzt verschiedene Vorschläge, die einseitig auf



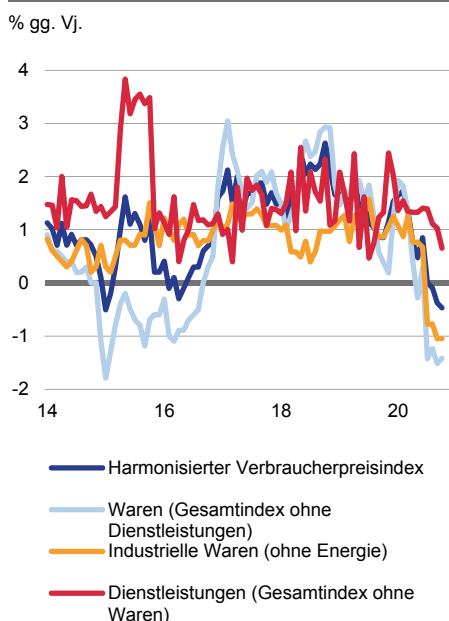
eine Erhöhung der Staatseinnahmen abzielen. Ob jedoch noch höhere Steuern und Abgaben die richtige Medizin für die Nach-Corona-Zeit darstellen, kann mit Blick auf die bereits hohe Steuer- und Abgabenbelastung der Unternehmen und Arbeitnehmer stark bezweifelt werden. Auch eine vielfach geforderte Erhöhung des Spitzensteuersatzes dürfte nicht nur einkommensstarke Privathaushalte treffen, sondern vor allem auch die in der Krise stark gebeutelten Personengesellschaften.

Auf die neue Bundesregierung kommen schwere finanz- und wirtschaftspolitische Herausforderungen und Entscheidungen zu. Sie muss es letztlich schaffen, die öffentlichen Finanzen wieder auf ein tragfähiges Fundament zu stellen, ohne dabei der Wirtschaft über noch höhere Steuer- und Beitragsbelastungen die Luft zum Atmen zu nehmen. Eine nachhaltige Konsolidierung der Staatsfinanzen dürfte dieses Mal um ein Vielfaches schwerer fallen als im Nachgang zur globalen Finanzkrise, als ein Arbeitsmarktboom – der Schröder'schen Agenda 2010 sei Dank –, Sonderkonjunktur (zukünftig wegen einer Zunahme des Protektionismus ein gutes Stück weit unwahrscheinlicher) und riesige Zinsersparnisse der Finanzpolitik goldene Jahre bescherten.

Nach der Bundestagswahl im nächsten Herbst wird ein großer Kassensturz unausweichlich sein. Somit dürfte auch die künftige Ausrichtung der Finanzpolitik – vor allem mit Blick auf den Reformbedarf in den Bereichen Rente, Gesundheit und Pflege – den kommenden Bundestagswahlkampf mitprägen. Eine erfolgreiche Gesundung der Staatsfinanzen dürfte wohl nur mit echten Strukturreformen gelingen (Stichwort: Begrenzung des Ausgabenwachstums auf ein nachhaltiges Niveau – auch im Sinne der Generationengerechtigkeit). Die Wiedereinführung des Nachholfaktors bei der gesetzlichen Rentenversicherung wäre schon mal ein Anfang.

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

Harmonisierter Verbraucherpreisindex 38



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Inflation: Normalisierung in 2021

- Die Corona-Pandemie hat der Verbraucherpreisinflation einen ordentlichen Dämpfer versetzt. Auch wenn es aufgrund der Pandemie bei einigen Waren und Dienstleistungen zu preistreibenden Effekten gekommen ist, dominieren die preisdämpfenden Faktoren bisher (noch) deutlich. Die derzeit negative Inflationsrate ist aber auch zu einem großen Teil das Ergebnis der stark gesunkenen Energiepreise. Eine erhebliche Diskrepanz ist derzeit bei der Preisentwicklung für Waren- und Dienstleistungen festzustellen.
- Mit finanziellen Lasten für die öffentlichen Haushalte erscheint es nicht abwegig, dass – wie schon in der Vergangenheit – schon bald die Preise für einige staatlich administrierte Güter und Dienstleistungen deutlich anziehen könnten.
- 2021 dürften leicht höhere Energiepreise und die zum 1. Januar einsetzende Rücknahme der Mehrwertsteuersenkung die Inflation aber wieder spürbar anschieben. Nach einem Rückgang auf 0,5% in diesem Jahr 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%.

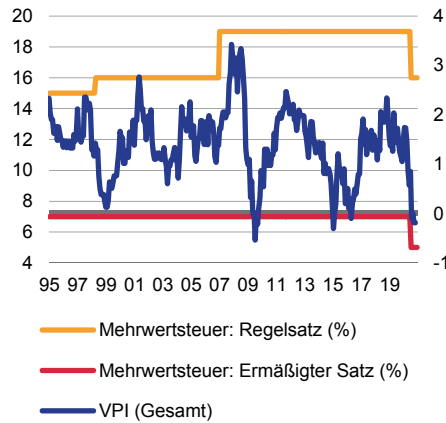


Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

VPI: Mehrwertsteuersenkung dämpft
Headline-Inflationsrate

39

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



Quellen: Statistisches Bundesamt, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

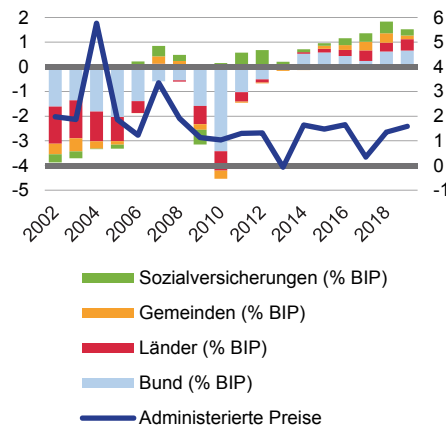
Corona-Krise, Ölpreissturz und temporäre Mehrwertsteuersenkung haben der Inflationsrate einen ordentlichen Dämpfer versetzt

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 die preisdämpfenden Faktoren (noch) deutlich. Wie schon im September lag auch im Oktober die national gemessene Inflationsrate (VPI-Jahresveränderungsrate) bei -0,2%, wobei die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) mit +0,5% noch im positiven Bereich lag. Bezogen auf den harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) lag die Jahresinflation im Oktober sogar bei -0,5% (Kerninflation: +0,2%). Die derzeit negative Inflationsrate ist aber zu einem großen Teil das Ergebnis der stark gesunkenen Energiepreise (-6,8% gg. Vj.). Darüber hinaus gibt es aktuell eine erhebliche Diskrepanz in der Preisentwicklung von Waren- und Dienstleistungen (VPI-Oktoberwerte: -1,5% bzw. +1,0% gg. Vj.) (siehe auch Grafik 38 für die entsprechenden Entwicklungen beim harmonisierten Verbraucherpreisindex).

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

40

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



Quellen: Statistisches Bundesamt, Eurostat, Deutsche Bank Research

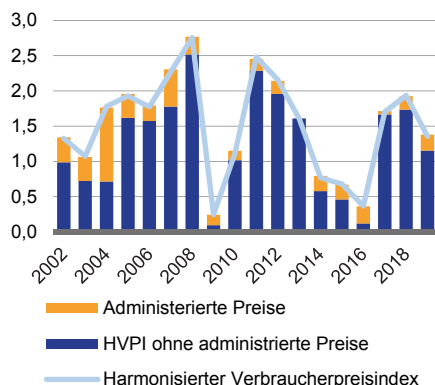
Zusätzlich zum Absturz der Ölpreise von rund USD 64 (pro Fass) im Januar auf zwischenzeitlich unter USD 20 im April wirkt sich mit der zum Jahresende 2020 auslaufenden, temporären Mehrwertsteuersenkung ein weiterer Sonderfaktor stark preissenkend auf die Inflation in 2020 aus. Die Bundesregierung hat im Rahmen ihres Konjunkturpaketes die Mehrwertsteuersätze zwischen dem 1. Juli und dem 31. Dezember 2020 vorübergehend gesenkt. Während sich in diesem Zeitraum der Normalsatz von 19% auf 16% ermäßigt, sinkt der ermäßigte Steuersatz von 7% auf 5% (siehe Grafik 39). In Deutschland werden ca. 70% der im Warenkorb enthaltenen Güter und Dienstleistungen entweder mit dem ermäßigten oder dem regulären Mehrwertsteuersatz belegt, während ca. 30% – u.a. die Nettokaltmieten – von der Mehrwertsteuerpflicht ausgenommen sind.

Nach Berechnungen des Statistischen Bundesamtes führt die Mehrwertsteuersenkung rein rechnerisch – also im Fall einer vollständigen und unmittelbaren Preisweitergabe – zu einem Preisrückgang von rund 1,6%. Daher könnte die Mehrwertsteuersenkung die Jahresinflationsrate im Jahr 2020 maximal um ca. einen vollen Prozentpunkt drücken. Der tatsächliche Effekt dürfte wohl aber niedriger ausgefallen sein. Aber in dem Fall einer – nicht unrealistisch erscheinenden – hälftigen Weitergabe der Steuersenkung würde die Jahresinflationsrate im Jahr 2020 um wenigstens 0,6 Prozentpunkte gedämpft werden.

HVPI: Beitrag der administrierten Preise
zur Headline-Inflationsrate

41

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



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Aber leere Staatskassen könnten schon bald einen Preisschub bei staatlich administrierten Preisen auslösen

Mit den immer offener zutage 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 (weitere Informationen finden sich in unserem Inflationsartikel im Ausblick Deutschland: „November-Lockdown = Q4 BIP Knockdown“). Laut Eurostat liegt der Anteil der staatlich administrierten Preise gegenwärtig (2020) bei ca. 12,4% vom gesamten HVPI-Warenkorb. Dieser Anteil ergibt sich aus den Gewichten für die direkt (6,7%) sowie teiladministrierten Preise (5,7%). Erstere umfassen u.a. die Preisentwicklung für die Wasserversorgung/-entsorgung, die Müllabfuhr, Verwaltungs-/Kindertagesgebühren, den Personenverkehr oder Krankenhausdienstleistungen – letztere hingegen jene für Museums- oder Zoobesuche, Zahndienstleistungen oder pharmazeutische Produkte. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass es bereits in schlechten finanziellen Zeiten zu teils kräftigen Anstiegen bei den administrierten Preisen gekommen ist (siehe Grafik 40). Auch



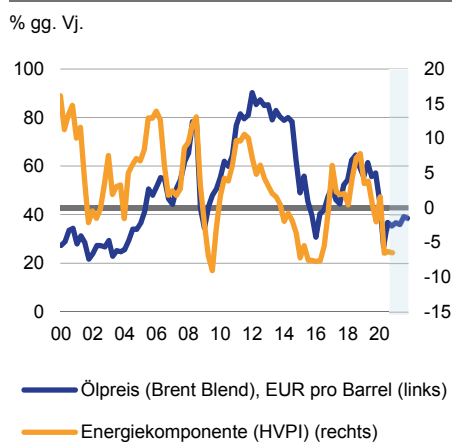
Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

wenn diese Preise kräftiger anstiegen als derzeit, dürfte sich der Gesamteffekt auf die Inflationsrate aufgrund des begrenzten Gewichts im Warenkorb in Grenzen halten – vorausgesetzt, dass diese Preiserhöhungen nicht allzu heftig ausfielen. 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 (siehe Grafik 41).

Höhere Energiepreise und Rücknahme der Mehrwertsteuersenkung schieben Inflation in 2021 an

HVPI: Energiekomponente dürfte mit höheren Ölpreisnotierungen künftig wieder anziehen

42

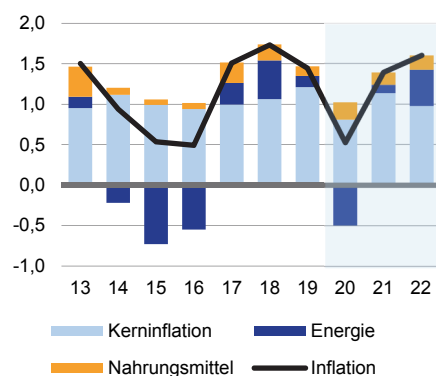


Quellen: Eurostat, WEFA, Deutsche Bank Research

VPI: Inflationsausblick 2020-22

43

% gg. Vj. bzw. Wachstumsbeiträge zur jahresdurchschnittlichen Inflationsrate in Pp.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

In diesem Jahr dürfte die VPI-Inflationsrate vor allem durch die niedrigen Energiepreise und die temporäre Mehrwertsteuersenkung nach unten gezogen werden. Die Energiekomponente dürfte unseren Schätzungen nach im Jahresdurchschnitt um $4\frac{3}{4}\%$ sinken (z. Vgl. 2019: +1,3%) und damit die Inflationsrate im Jahr 2020 um ca. $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt drücken (siehe Grafik 43). Dies dürfte den durch höhere Nahrungsmittelpreise ausgelösten Preissteigerungseffekt von etwas mehr als zwei Zehntel Prozentpunkten deutlich überwiegen. Schließlich dürfte auch die Kerninflation deutlich nachgeben (von $1\frac{1}{2}\%$ im Jahr 2019 auf nur noch rund 1% in diesem Jahr). 2021 dürften sich die Vorzeichen dann umkehren. Zum einen dürfte sich die Rücknahme der Mehrwertsteuersenkung zum 1. Januar 2021 (geschätzter Effekt: +0,8 Pp. bzw. +0,4 Pp. bei einer vollständigen bzw. hälftigen Weitergabe) inflationserhöhend auswirken. Zum anderen dürften steigende Energiepreise die Inflation anschieben, wenngleich die davon ausgehenden Preissteigerungseffekte durch die erwartete Euro-Aufwertung (auf USD/EUR 1,30 bis zum Jahresende 2021) im Gegenzug etwas abgeschwächt werden dürften (siehe Grafik 42). In der Summe dürften die Energiepreise um knapp 1% steigen und damit die Inflation um rund ein Zehntel erhöhen. Zudem gehen von dem im letzten Jahr beschlossenen Klimapaket preissteigernde 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 preissteigernden Nettoeffekt von ca. 0,3 bzw. 0,2 Prozentpunkten im Jahr 2021 bzw. 2022.

Aufgrund der strukturell dämpfenden Faktoren auf die Preisentwicklung (Rezession, negative Output-Lücke, Lohn- und Kaufzurückhaltung) dürfte die Inflationsrate im nächsten Jahr aber dennoch recht moderat ausfallen. So erwarten wir nach einem Rückgang der VPI-Inflationsrate auf rund 0,5% im Jahr 2020 einen Anstieg auf 1,4% bzw. 1,6% im Jahr 2021 bzw. 2022 (siehe Grafik 43). Diese Einschätzung basiert u.a. auf der Annahme, dass die Kerninflation 2021 und 2022 mit 1,4% bzw. 1,2% wieder etwas höher liegen dürfte als in diesem Jahr (rund 1%). Hauptausschlaggebend für den erwarteten Anstieg der VPI-Inflationsrate im Jahr 2022 dürften spürbar steigende Energiepreise sein. Mittel- bis langfristig, d.h. für die Zeit nach 2023, könnten neue Preisgefahren drohen. So könnte z.B. ein nachlassender Wettbewerbs- und Preisdruck – aufgrund 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)

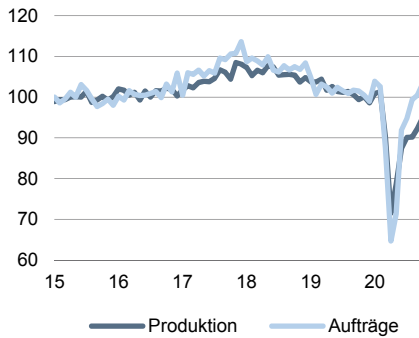


Deutsche Industrie: Corona-Verluste werden 2021 nur teilweise ausgeglichen

Tiefpunkt bei Produktion und Aufträgen durchschritten

44

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100

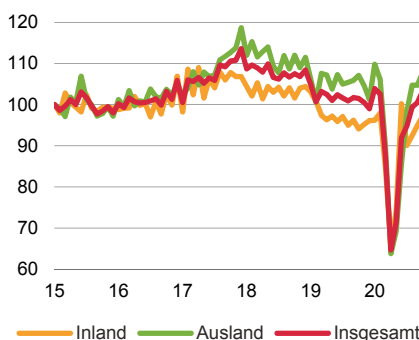


Quelle: Statistisches Bundesamt

Aufträge auf Erholungskurs

45

Verarbeitendes Gewerbe in DE, Auftragseingang, 2015=100

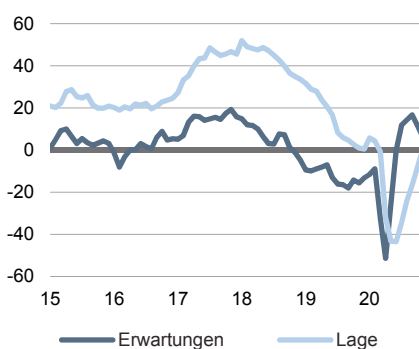


Quelle: Statistisches Bundesamt

Dämpfer bei Erwartungen

46

Verarbeitendes Gewerbe, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



Quelle: ifo Institut

- Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland dürfte 2020 um real etwa 11% sinken. Die globale Nachfrage nach Investitionsgütern sollte im kommenden Jahr jedoch für Impulse für deutsche Industrieunternehmen sorgen. Wir erwarten für 2021 einen Anstieg der Industrieproduktion um real etwa 8%.
- 2021 wird sich die Automobilindustrie von ihrer tiefen Rezession erholen. Wir rechnen mit einem Anstieg der inländischen Produktion um etwa 30% nach einem Rückgang um 25% im Jahr 2020.

Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland dürfte 2020 um real etwa 11% sinken. Dies ist der zweite Rückgang in Folge und der kräftigste seit 2009, als die globale Wirtschafts- und Finanzkrise die deutsche Exportwirtschaft besonders hart getroffen hatte. Der Tiefpunkt im aktuellen „Corona-Zyklus“ lag im 2. Quartal 2020. Damals schlossen einige Unternehmen aus wichtigen Industriebranchen (freiwillig) für einige Wochen ihre Werke. Sie reagierten damit auf die wegbrechende Nachfrage oder Störungen der Wertschöpfungskette und wollten Ansteckungen in den Belegschaften vermeiden.

Produktion und Auftragseingänge sind seither stetig gestiegen. Die Nachfrage aus China war dabei ein wichtiger Faktor. Die deutschen Ausfuhren nach China übersteigen das Vorjahresniveau bereits wieder seit einigen Monaten. Gleichwohl werden Lockdown-Maßnahmen in Deutschland und anderen europäischen Ländern den Aufholprozess im November und Dezember (und wohl auch noch Anfang 2021) verzögern, obwohl die Industrie selbst (wohl) nicht direkt von den einschränkenden Maßnahmen betroffen ist bzw. sein wird. Die Investitionsbereitschaft in wichtigen deutschen Exportmärkten wie der EU oder den USA dürfte gedämpft bleiben, solange dort das Infektionsgeschehen intensiv bleibt und solange die Politik einschränkende Maßnahmen ergreift, um die Corona-Krise einzudämmen. Die wirtschaftliche Dynamik im Winterhalbjahr 2020/21 dürfte daher gezügelt sein.

Dieses gemischte Bild spiegelt sich auch in der Entwicklung der Geschäfts-, Export- und Produktionserwartungen im deutschen Verarbeitenden Gewerbe wider. Alle drei Indikatoren zogen unmittelbar nach dem Corona-Schock an und kehrten bereits im Juni/Juli 2020 wieder in den positiven Bereich zurück. Allerdings gaben die Erwartungen mit den steigenden Infektionszahlen und den einschränkenden Politikmaßnahmen wieder nach. Die Exporterwartungen waren zuletzt sogar wieder leicht negativ.

Obwohl sich die Auftragseingänge seit Q2 2020 recht erfreulich entwickelt haben und die Auftragsbestände im Verarbeitenden Gewerbe das höchste Niveau seit April 2019 erreicht haben, könnten die Unternehmen die Aufträge über einen längeren Zeitraum strecken, um eine zu hohe Volatilität bei der Kapazitätsauslastung oder einen übermäßigen Lageraufbau zu vermeiden.

Impfungen entfesseln Investitionsbereitschaft

Sobald erkennbar wird, dass eine weitere exponentielle Verbreitung des Coronavirus verhindert und die Krise wegen steigender Impfungen und höherer Temperaturen in der nördlichen Hemisphäre allmählich unter Kontrolle gebracht werden kann, wird das Vertrauen in einen sich selbst tragenden Aufschwung gestärkt. Letztlich wird dies die Lebensgeister in den Unternehmen wecken – eine Entwicklung, die an den Aktienmärkten offenkundig schon vorweggenommen wird. In der Folge werden die Wachstumsraten der globalen Anlageinvesti-

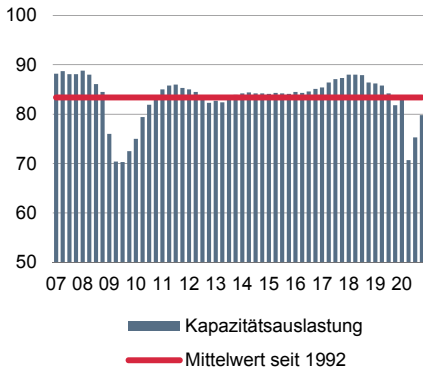


Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

Kapazitätsauslastung zieht an

47

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, %

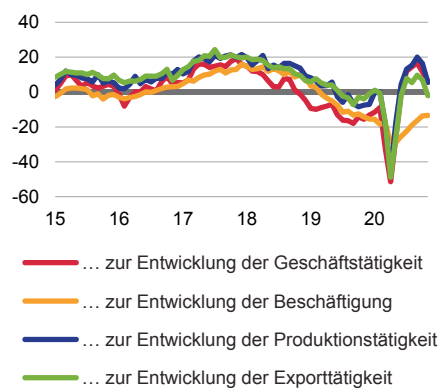


Quelle: ifo Institut

Exportertwartungen wieder leicht negativ

48

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

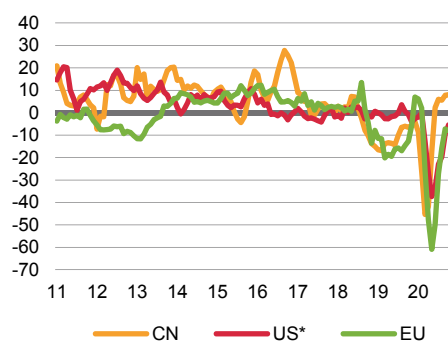


Quelle: ifo Institut

Automarkt in China wieder im Plus

49

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



* Light vehicles

Quellen: ACEA, BEA, CAAM

tionen spätestens ab Q2 2021 wieder höher ausfallen. Ein gewisser Nachholbedarf nach mehreren Quartalen mit schwacher wirtschaftlicher Aktivität dürfte hierbei für zusätzliche Impulse sorgen.

Das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland wird von einer steigenden globalen Nachfrage nach Investitionsgütern profitieren. Die jüngste positive Entwicklung der Ausfuhren nach China ist ein Beispiel dafür, wie die Auslandsnachfrage das Produktionswachstum in Deutschland stützen kann, sobald die Corona-Krise in wichtigen Exportmärkten eingedämmt ist. Die großzügigen Regelungen zur Kurzarbeit helfen dabei, die Beschäftigung in den Betrieben hochzufahren, sobald die Nachfrage wieder anzieht, weil die Unternehmen in der Lage sind, einen großen Teil ihrer Stammbeschaften zu halten. Wir rechnen damit, dass die Beschäftigung im Verarbeitenden Gewerbe 2020 nur um 2 bis 3% sinken wird. Das wird bei steigender Nachfrage ein Vorteil gegenüber der europäischen Konkurrenz.

Wir erwarten, dass die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe 2021 um real etwa 8% steigen wird. Das absolute Niveau würde damit dennoch um etwa 10% unter dem Höchststand von 2018 bleiben. Die Industrie dürfte damit die Corona-Verluste aus dem Jahr 2020 nicht vollständig ausgleichen können. Die Industrieproduktion könnte 2022 um weitere 6% steigen.

Automobilindustrie: Hohe Volatilität – strukturelle Herausforderungen relevanter

Die Produktion der Automobilindustrie in Deutschland (inklusive Zulieferer) dürfte 2020 um real etwa 25% schrumpfen. Dies ist der dritte Rückgang in Folge (nach -1,7% im Jahr 2018 und -11,3% 2019) und der stärkste seit der deutschen Wiedervereinigung. Für 2021 halten wir einen kräftigen Aufschwung für wahrscheinlich. Die Produktion könnte dank der wieder anziehenden globalen Autonachfrage um etwa 30% expandieren. Dabei spielt auch ein enormer statistischer Überhang eine große Rolle. Für einen Anstieg um 30% ist noch nicht einmal eine besonders hohe Dynamik im Verlauf von 2021 notwendig. Gleichwohl würde das Produktionsniveau selbst bei einem derart kräftigen Zuwachs noch um 10% unter dem Niveau von 2017 liegen.

Einige strukturelle Entwicklungen bleiben für die Automobilindustrie in den kommenden Jahren die größere Herausforderung als die kurzfristige Entwicklung der Nachfrage. Zu nennen sind die strengen CO₂-Grenzwerte für Pkw in der EU.

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. 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. Es ist jedoch eine offene Frage, wann der durchschnittliche Autokäufer bereit ist, ein Elektroauto zu kaufen, ohne dafür Subventionen zu verlangen. Eine weitere Bedrohung für den Verbrennungsmotor liegt in der neuen Euro-7-Abgasnorm, die derzeit diskutiert wird und die bereits 2025 umgesetzt werden könnte. Die künftigen Handelsbeziehungen zwischen der EU und den USA bzw. China sowie das Verhältnis zu UK nach dem Brexit sind weitere Bereiche, die Anlass zur Sorge geben. Aus unserer Sicht ist die deutsche Automobilindustrie besser für diese Herausforderungen gerüstet als der Produktionsstandort Deutschland.

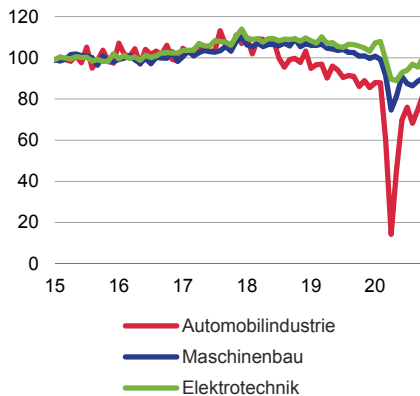


Maschinenbau und Elektrotechnik: Steigende Nachfrage nach Investitionsgütern führt zu Produktionswachstum im Jahr 2021

Lücke zum Vorkrisenniveau trotz jüngster Erholung noch groß

50

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Corona-Krise hat den Maschinenbau und die Elektrotechnik unterschiedlich stark erfasst. Selbst zum Höhepunkt der ersten Welle blieb die Produktion in einigen Teilbranchen der Elektrotechnik wie der Medizintechnik recht stabil. Hinzu kommt, dass Elektrotechnik vor der Corona-Krise einen sehr guten Start ins Jahr 2020 hingelegt hatte, während die Fertigung im Maschinenbau zu Jahresbeginn eher seitwärts tendierte.

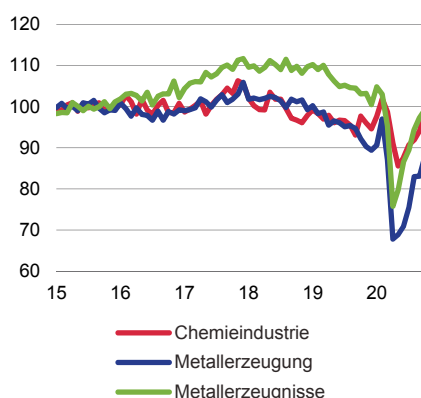
Wir rechnen damit, dass die Produktion im Maschinenbau 2020 um real 14% sinken wird (2019: -3,1%). In der Elektrotechnik dürfte die inländische Produktion um etwa 8% sinken (2019: -2,4%). Beide werden von einer stärkeren heimischen und internationalen Nachfrage nach Investitionsgütern profitieren. Für 2021 erwarten wir ein Produktionsplus von 8% im Maschinenbau und von 5% in der Elektrotechnik. Der starke Euro könnte dazu beitragen, dass deutsche Unternehmen den einen oder anderen Auftrag an ausländische Konkurrenten verlieren. Der chinesische Yuan hat jedoch auch aufgewertet. Zudem schützt die Fähigkeit deutscher Hersteller, maßgeschneiderte Spezialmaschinen oder elektrische Ausrüstungen für ihre Kunden zu fertigen, in einem gewissen Maß vor Aufwertungen der eigenen Währung.

Metallindustrie: Eingeschränkte Erholung im Jahr 2021

Metallerzeugung noch schwach

51

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Angesichts der rückläufigen Produktion in wichtigen Abnehmerbranchen ist es wenig überraschend, dass auch die Metallindustrie im Jahr 2020 kräftige Fertigungseinbußen erleiden wird. Wir erwarten einen Produktionsrückgang in der gesamten Metallindustrie um real 13% (2019: -4,3%). Dabei dürften die Verluste in der Metallerzeugung etwas größer ausfallen als bei der Herstellung von Metallerzeugnissen. Im kommenden Jahr halten wir ein Produktionsplus von etwa 6% für möglich. Strukturell sehen wir die Perspektiven der Metallerzeugung weniger günstig als die Aussichten für die Hersteller von Metallerzeugnissen. In der Metallerzeugung wirken vor allem die globalen Überkapazitäten in der Branche sowie die Unsicherheiten rund um die klima- und energiepolitischen Rahmenbedingungen in Deutschland und der EU belastend. In der Metallerzeugung schrumpft der Kapitalstock in Deutschland bereits seit vielen Jahren. Für die Hersteller von Metallerzeugnissen sind die direkten energiepolitischen Rahmenbedingungen weniger relevant, weil ihre Produktion bei Weitem nicht so energieintensiv ist wie die Metallerzeugung. Vielmehr ist für die künftige Entwicklung der Produktion maßgeblich, in welchem Ausmaß die Abnehmer aus dem Bereich der Investitionsgüter ihre Wertschöpfung in Deutschland aufrechterhalten.

Chemieindustrie: Strukturelle Probleme setzen Grenzen

Die Chemieindustrie hat in der Hochphase der ersten Welle der Corona-Krise nur moderate Produktionsverluste erlitten – zumindest im Vergleich zu anderen Industriebranchen. 2020 wird die Chemieproduktion in Deutschland um real etwa 2% sinken. Allerdings dürfte sie 2021 nach unserer Prognose auch lediglich um 3% steigen. Grundsätzlich dürfte sich in der Chemieindustrie in Deutschland in den kommenden Jahren die strukturelle Schwächephase mit einer tendenziell sinkenden oder bestenfalls stagnierenden inländischen Produktion fortsetzen. Ähnlich wie in der Metallerzeugung sinkt auch in der Chemie der Kapitalstock seit Jahren. Die Gründe für diese Entwicklung sind ebenfalls ähnlich. Die Unsicherheiten bezüglich der langfristigen klima- und energiepolitischen Regulierung führen bei Anlagen, deren Nutzungsdauer mehrere Jahrzehnte beträgt, zu Investitionszurückhaltung.



Pharma: 2020 leichtes Produktionsplus möglich – weiterer Anstieg im Jahr 2021

Die Auslandsnachfrage nach pharmazeutischen Erzeugnissen aus Deutschland hat die inländische Produktion während der Corona-Krise gestützt. In den ersten drei Quartalen von 2020 lagen die deutschen Pharmaexporte um nominal 7% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Wir rechnen damit, dass die Pharmaproduktion 2020 um real 1% und 2021 um 5% steigt. Ein Teil der Impfstoffe gegen COVID-19 wird auch in Deutschland produziert. Gleichwohl könnte sich die Nachfrage nach normalen Grippe- und Erkältungsmitteln abschwächen, wenn die in den Wintermonaten sonst üblichen Erkältungswellen aufgrund der herrschenden Abstandsregeln eingedämmt werden können. Bezüglich der inländischen Produktion dürfte die Pharmaindustrie einer der dynamischsten Sektoren in Deutschland bleiben.

Ernährungsgewerbe: Weiterhin stabile Entwicklung

Der Einfluss der Corona-Krise auf das Ernährungsgewerbe war auf die Monate Mai und April begrenzt. Unternehmen führen die Produktion zurück, um Hygienemaßnahmen umzusetzen und um die Beschäftigten vor Ansteckungen zu schützen. Inzwischen hat sich die Produktion in der Branche deutlich erholt. Wir erwarten nun sogar ein Produktionsplus von 1% im Jahr 2020 und von 2% im kommenden Jahr. Die Marktmacht des Lebensmitteleinzelhandels und der damit einhergehende Preisdruck bleibt einer der größten Herausforderungen des Sektors.

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



Deutschland geht ins Superwahljahr 2021

- Das nächste Jahr wird mit der Bundestagswahl und sechs weiteren Landtagswahlen politische Aufmerksamkeit binden. Auf dem Prüfstand wird auch das COVID-19-Krisenmanagement stehen.
- Die CDU/CSU führt in den Umfragen trotz ihrer offenen Personal- und Führungsfragen. Unser derzeitiges Baseline-Szenario ist eine schwarz-grüne Regierungskoalition, für deren Zustandekommen aber beide Seiten erhebliche Kompromisse eingehen müssen.
- Die öffentlichen Proteste, die sich neben den Corona-Maßnahmen zunehmend auch ganz fundamental gegen den demokratischen Staat richten, werden sich vermutlich in 2021 fortsetzen. Zwar spiegeln sie eine gewisse Polarisierung wider, die aber die Gesellschaft und das politische System in Deutschland nicht destabilisieren wird.

Regierungshandeln während der Pandemie hat v.a. die CDU/CSU gestärkt.

Trotz der parteiinternen Kämpfe um die Nachfolge von Kanzlerin (und früheren CDU-Parteivorsitzenden) Merkel führt die CDU/CSU in den Umfragen mit einem komfortablen Vorsprung sowohl ggü. der SPD als auch den Grünen (siehe Grafik). In der Spitze erreichten die Unionsparteien fast 40% (derzeit um die 36%), nachdem Merkels Regierung noch in 2019 als schwach und zerstritten wahrgenommen wurde und Tiefstwerte von fast 25% in den Umfragen zu verkraften hatte. Die SPD, die im Krisenmanagement eigentlich mit dem populären Finanzminister und Kanzlerkandidaten Scholz eine herausragende Rolle spielt, konnte ihre Regierungsverantwortung kaum in steigende Umfragewerte umsetzen und bewegt sich weiterhin um die 15%. Eine unklare politische Agenda könnte es erschweren, auch traditionelle Wähler zurückzugewinnen. Nun hat die SPD gerade angekündigt, ihren für März vorgesehenen Parteitag auf den 9. Mai zu verschieben – auch, um mehr Zeit für die Beratung des Wahlprogramms zu gewinnen.

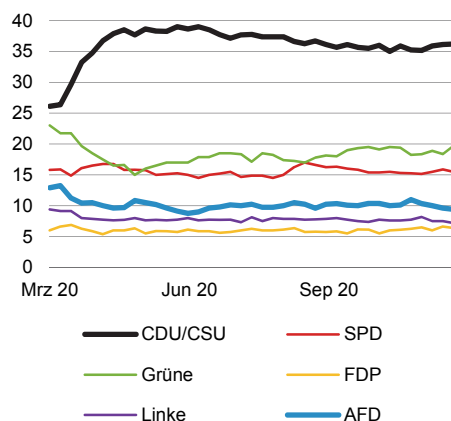
Die Grünen haben die SPD vom zweiten Platz verdrängt und dürften eine entscheidende Rolle bei der nächsten Regierungsbildung spielen. Im Gegensatz zu CDU/CSU verzeichneten die Grünen ein Hoch in den Umfragen von 26% im Sommer 2019, das sich allerdings während der Pandemie, in der die Opposition lange keine sichtbare Rolle spielte, auf 15% zurückbildete und erst kürzlich wieder Richtung 20% erholte. Dennoch lässt der deutliche Vorsprung von CDU/CSU in den Umfragen frühere Spekulationen, nach den nächsten Wahlen könnten die Grünen sogar den Kanzler bzw. die Kanzlerin stellen, unrealistisch erscheinen. Zudem traut eine Mehrheit der Deutschen (64%) den Grünen nicht zu, eine Bundesregierung zu führen und einen eigenen Kanzler zu stellen (Politbarometer, 27. Nov). Mit der Verabschiedung ihres neuen Grundsatzprogramms auf dem Parteitag im November hat die Partei jedoch ihren Führungsanspruch unterstrichen. In manchen Politikbereichen, v.a. der Sozialpolitik, liegen die Vorstellungen der Grünen aber näher bei der SPD oder sogar der Linken. Koalitionsvereinbarungen mit der CDU/CSU, die auch von der Basis der Grünen mitgetragen werden, dürften daher einiges an Verhandlungsgeschick seitens der grünen Parteiführung erfordern.

Die aktuellen Umfragen deuten auf eine schwarz-grüne Regierungskoalition nach den nächsten Wahlen. Gegenwärtig erlaubt die Umfragearithmetik nur zwei politisch plausible Optionen für eine Mehrheitsregierung: Entweder eine Große Koalition – was allerdings mehrfach von der SPD-Führung ausgeschlossen wurde, die auf einen stärker links ausgerichteten Politikkurs setzt. Oder eine CDU/CSU/Grüne-Koalition, die bei einer relativen Mehrheit der Deutschen Rückhalt finden würde (Politbarometer, Nov 27). Dies scheint uns die wahrscheinlichste Alternative zu sein. Freilich dürfte die Unsicherheit über die Wahlabsichten diesmal höher sein als sonst: Erstens sind die (guten) Umfragewerte

Stärke der Parteien seit Beginn der COVID-19 Pandemie

52

% der Stimmen, wöchentlicher Durchschnitt der aktuellen Umfrageergebnisse*



* Umfragen der führenden Meinungsforschungsinstitute (Allensbach, Kantar, Forsa, FG Wahlen, Infratest, INSA).

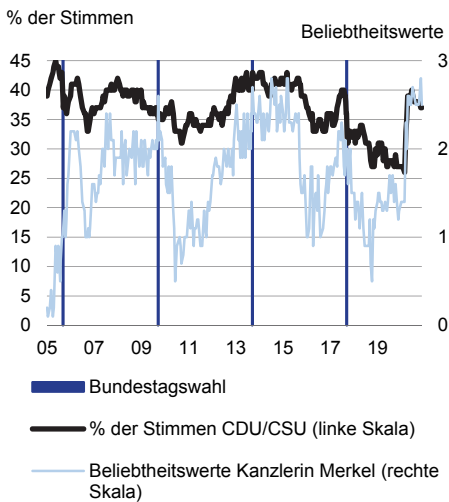
Quellen: Wahlrecht.de, Deutsche Bank



Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

Stärke CDU/CSU und Beliebtheit Kanzlerin Merkel

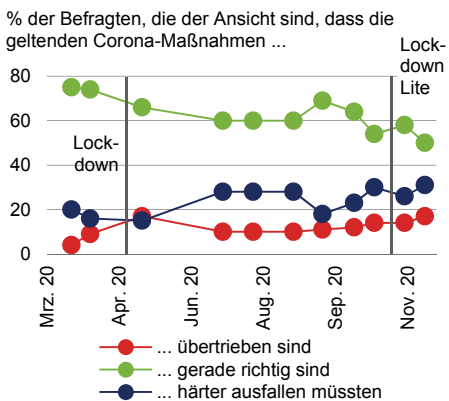
53



Quellen: FG Wahlen, Deutsche Bank

Schwächer werdende öffentliche Unterstützung für die Corona-Politik

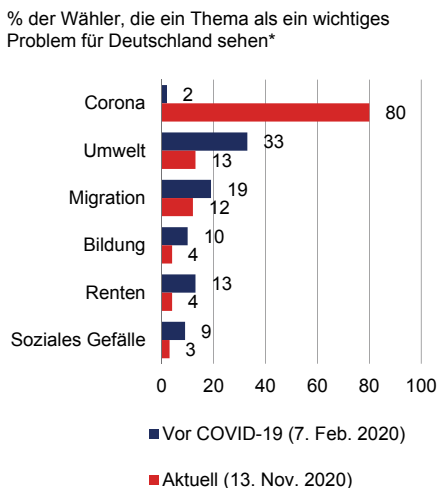
54



Quelle: Politbarometer, 27. März bis 27. November 2020

Die wichtigsten Probleme in Deutschland aus Sicht der Wähler

55



* Befragte Wähler konnten max. 2 Themen nennen

Quelle: FG Wahlen, Politbarometer.

von CDU/CSU eng korreliert mit Merkels Popularitätswerten (s. Grafik). Daher muss abgewartet werden, wie die Umfragen auf die Wahl des CDU-Parteivorsitzenden und – später – die Nominierung des gemeinsamen Kanzlerkandidaten von CDU und CSU reagieren. Zweitens hat in der öffentlichen Wahrnehmung die Bundesregierung mit Kanzlerin Merkel ein bisher recht erfolgreiches Krisenmanagement für Deutschland betrieben. Allerdings hat sich die Unterstützung im Zeitverlauf etwas abgeschwächt und die öffentliche und politische Debatte ist kontroverser geworden (s. Grafik). Ein deutlicher Anstieg der Unternehmensinsolvenzen, schlechte Nachrichten vom Arbeitsmarkt oder ein wachsendes Gefühl in der Bevölkerung, dass selbst die umfangreichen finanziellen Hilfen nicht ausreichen, um soziale und wirtschaftliche Härten zu vermeiden, könnte die bisherige Einschätzung zum Krisenmanagement verändern. Als Folge könnte der „Krisenbonus“ der CDU/CSU im Laufe des Wahljahres kleiner werden.

Corona-Pandemie begünstigt Polarisierung in Politik und Gesellschaft. Das Krisenmanagement der Bundes- und Länderregierungen wird zunehmend begleitet von Protesten, die sich von der ursprünglichen Kritik entfernt und nun immer mehr auch Gruppen mit z.T. verfassungsrechtlich problematischen Forderungen einschließen. Diese politisch und gesellschaftlich heterogene Protestbewegung dürfte sich auch im Jahr 2021 fortsetzen. Die einzige Partei, die sich bisher explizit bei diesen „Anti-establishment“-Protesten engagiert hat, ist die AfD – vermutlich auch, weil ihr derzeit ein mobilisierendes Wahlkampfthema fehlt. Bisher allerdings ohne Auswirkungen auf ihre schwächeren Umfragewerte. Anders als während der Flüchtlingskrise in 2015 kann Kanzlerin Merkels Regierung auch keine Schuld an der gegenwärtig schwierigen Lage gegeben werden, zumal sie sich als schnell und umfassend handlungsfähig erwiesen hat. Zudem hat sich auf dem jüngsten Parteitag der AfD die innere Zerrissenheit der Partei gezeigt, die möglicherweise auch eine Rückkehr der AfD zu ihrer früheren Stärke – gerade auch in Ostdeutschland – behindert. Sollte es freilich der AfD gelingen, eine allgemeine Stimmung gegen die Regierung und die demokratische Ordnung zu erzeugen, könnte sich das Bild noch ändern. Immerhin aber lehnen 86% der Deutschen diese Proteste ab und zeigen weiterhin hohes Vertrauen in die demokratischen Institutionen (Politbarometer). Ungeachtet einer gewissen Zunahme der Polarisierung in Gesellschaft und Politik dürfte Deutschlands demokratische, wirtschaftliche und gesellschaftliche Resilienz hoch bleiben.

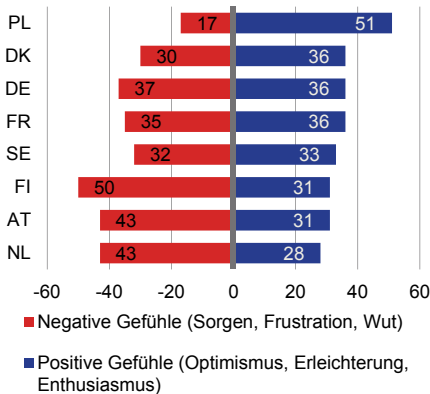
Wahlkampf dürfte diesmal kontroverser geführt werden. Die Parteien, besonders die jetzigen Koalitionspartner CDU/CSU und SPD, werden auf eine deutlich stärkere inhaltliche Profilierung im Wahlkampf achten. Eines der wichtigen Themen werden die **öffentlichen Finanzen** sein. Dies schließt die Frage nach der Rolle des Staates angesichts seines starken finanziellen und eigentumsrechtlichen Engagements im Unternehmenssektor ein. Die anhaltend hohen fiskalischen Stützungsmaßnahmen haben die Haushaltsdefizite sowie die öffentliche Verschuldung nach oben getrieben (vgl. „Öffentliche Finanzen im Corona-Abwärtsstrudel“ in dieser Ausgabe). Die Debatte über die Kostenverteilung hat gerade erst begonnen. Die Vorschläge dazu reichen von einem moderaten Konsolidierungskurs und der baldigen Einhaltung der nationalen Schuldenregeln über höhere Steuern und einen COVID-Soli bis zu einer Vermögensabgabe bzw. einem Lastenausgleich und der Abschaffung der Defizitregeln – all dies entlang der wohlbekannten parteipolitischen Linien. Die anstehende Diskussion über die Fiskalregeln auf EU-Ebene wird dies weiter komplizieren. Das andere prominente Thema dürfte der **Klimawandel** sein, der zumindest vor der Pandemie die Prioritätenliste der Deutschen anführte (s. Grafik). Dennoch, selbst in Deutschland dürfte die Klimapolitik kein Selbstläufer werden, da die beschlossenen klimapolitischen Ziele weitreichende strukturelle Veränderungen erfordern und – sofern technologische Innovation nicht breit eingesetzt werden – dabei Gewinner und Verlierer unter den privaten Haushalten und den Unternehmen produzieren werden. Konflikte um Verteilungsfragen und Kompensationsmöglichkei-



Ausblick 2021: Corona-Konjunktur

Deutschland hat gemischte Gefühle gegenüber dem EU-Aufbaufonds 56

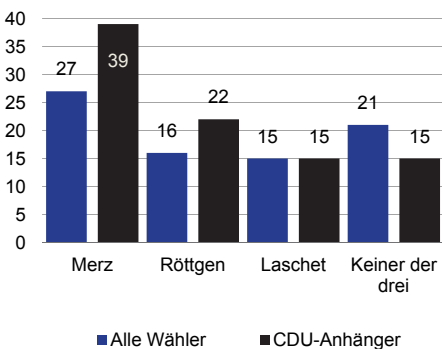
Vorherrschende Gefühle gegenüber dem EU-Aufbaufonds, % der Wähler



Quelle: ECFR (2020). The transformative five: A new role for the frugal states after the EU recovery deal.

Beliebtheit der Kandidaten für den CDU Vorsitz 57

Gewünschter künftiger CDU Parteivorsitzender, % der Wähler



Quelle: ARD Deutschlandtrend, 27. Nov. 2020

Superwahljahr 2021 58

Termin	Bundesland	Wahlen
14. März	Baden-Württemberg	Landtag
14. März	Rheinland-Pfalz	Landtag
14. März	Hessen	Kommunalwahlen
25. April	Thüringen	Landtag
6. Juni	Sachsen-Anhalt	Landtag
12. Sep	Niedersachsen	Kommunalwahlen
26. Sep	Mecklenburg-Vorpommern	Landtag
26. Sep	Berlin	Abgeordnetenhaus
26. Sep	alle Bundesländer	Bundestag

Quelle: Wahlrecht.de

ten werden gerade in fiskalisch engeren Zeiten zunehmen. Im Falle von Koalitionsverhandlungen zwischen CDU/CSU und Grünen dürften bei aller grundsätzlichen Einigkeit über die Bedeutung von Klimapolitik eher schmerzhaft und teure Kompromisse von beiden Seiten erforderlich sein.

Ein weiteres Thema ist interessant sowohl für ausländische Investoren als auch Deutschlands Partner in der EU: **Europapolitik**. Allerdings zeigen die Erfahrungen früherer Wahlen, dass diese keinen wesentlichen Einfluss auf die Wahlscheidungen hat. Das wichtigste Projekt auf EU-Ebene ist derzeit der Wiederaufbaufonds. Nach schwierigen Verhandlungen unter deutscher EU-Ratspräsidentschaft grundsätzlich verabschiedet, kann man ihn als Paradigmenwechsel in der deutschen Europapolitik bezeichnen. Die Einschätzungen dazu sind zumindest gespalten (s. Grafik). Die Konservativen zumal hätten ein anderes Verhältnis zwischen Zuschüssen und Krediten bevorzugt und betonen die temporäre Struktur des Fonds und seiner Finanzierungsmodalitäten über die Emission von Anleihen durch die Europäische Kommission. Die Grünen dagegen fordern mehr fiskalpolitische Zuständigkeiten für die EU, vor allem die Kompetenz zur eigenen Einnahmen- bzw. Steuererhebung und die Möglichkeit, den EU-Haushalt als Teil einer eigenen anti-zyklischen Finanzpolitik über Kredite zu finanzieren. Einer Umfrage unmittelbar nach der Einigung zum Wiederaufbaufonds zeigt, dass die Deutschen mit 66% eine solche Lösung unterstützen (Politbarometer, 31. Juli). Einer jüngeren Umfrage des ECFR¹ zufolge halten sich mit je einem Drittel der Befragten die positiven und negativen Einschätzungen eher die Waage. Bei der ablehnenden Gruppe ist die Sorge groß, dass die Mittel nicht effizient eingesetzt werden. Es ist daher nicht auszuschließen, dass die kritischen Stimmen zunehmen, sollte es sich nicht erweisen, dass die Transfers Produktivität und Strukturwandel in den Empfängerländer vorangebracht haben.

Wichtig auf die kürzere Sicht. Das Wahljahr 2021 beginnt mit einer wichtigen Entscheidung, der lange aufgeschobenen Wahl des nächsten CDU-Parteivorsitzenden am 16. Januar in einem noch genauer zu klärenden virtuellen Format. Das Rennen dürfte als weitgehend offen gelten, auch wenn Friedrich Merz in den Umfragen führt (s. Grafik). Aber Umfragen sind in diesem Fall das eine, die geheime Wahl durch 1.001 Delegierte, die nicht an Empfehlungen ihrer Parteigruppierungen gebunden sind, das andere. Eine Stichwahl dürfte aber unvermeidlich sein. Spannend wird danach werden, ob sich der neue Parteivorsitzende auch als Kanzlerkandidat durchsetzen kann. Die Nominierung des gemeinsamen CDU/CSU-Kanzlerkandidaten dürfte allerdings kaum vor Ende März erfolgen – zumindest lassen dies Äußerungen von Markus Söder vermuten, der ja selbst von vielen als möglicher Kanzlerkandidat gesehen wird.

Ebenfalls im 1. Quartal nächsten Jahres finden Landtagswahlen in Rheinland-Pfalz und Baden-Württemberg statt (s. Tabelle). Besonders letztere dürfte aufmerksam beobachtet werden, auch über Deutschlands Grenzen hinaus, weil sich hier unter dem grünen Ministerpräsidenten Kretschmann eine grün-schwarze Koalition zur Wiederwahl stellt. Natürlich werden in diesem strukturell von der Automobilindustrie und dem Maschinenbau dominierten Bundesland regionale Aspekte eine wesentliche Rolle spielen. Dennoch: Es wird die erste echte Gelegenheit sein, um die Stimmung der Wähler hinsichtlich Parteien und Koalitionen potenziell auch für die Bundestagswahl aufnehmen zu können.

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

Ursula Walther (ursula.walther@db.com)

¹ European Council on Foreign Relations (2020). The transformative five: A new role for the frugal states after the EU recovery deal.



Geldpolitik macht sich nochmal locker

- Die EZB hat auf ihrer jüngsten Ratssitzung im Dezember die bestehenden Programme verlängert und erweitert. So wurden weitere Anleihekäufe und Kredite beschlossen.
- Diese Maßnahmen sollen die Finanzmarktstabilität angesichts der erneuten wirtschaftlichen Verschlechterung im Winterhalbjahr gewährleisten. Zudem will die EZB hiermit eine abrupte Verschlechterung der Marktbedingungen und Verteuerung von Krediten in der wirtschaftlichen Erholung verhindern.
- Angesichts der starken Zielverfehlung bei der Inflation kommt der Corona-bedingt erst im Jahr 2021 stattfindenden „Strategic Review“ eine enorme Bedeutung zu. Man darf gespannt sein, ob die EZB wie die Fed ihr Inflationsziel anpasst.

Rückblick auf das Gesamtjahr 2020

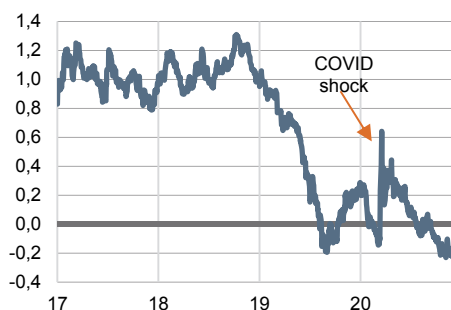
In der ersten Phase der Corona-Krise war die Herausforderung für die Geldpolitik vor allem die Instabilität der Märkte. Der Abverkauf im März wurde mit sehr umfangreichen geldpolitischen Maßnahmen verhindert. Das sehr flexibel ausgestaltete Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), die Versorgung der Wirtschaft mit günstigen Krediten zur Unterstützung der expansiven Fiskalpolitik und aufsichtsrechtliche Änderungen bei den Kapital-, Liquiditäts-, Sicherheiten- und Leverage-Vorschriften hielten die Risikoprämien schließlich in Schach. Der durch die Wirtschaftskrise ausgelöste negative Inflationsschock verschärfte aber die Verfehlung des Inflationsziels. Die EZB hat ihre Projektionen für die künftige Inflationsentwicklung deutlich nach unten angepasst. Die schlechtere Infektions- und Wirtschaftslage gegen Jahresende belastet den Inflationsausblick weiter. Zudem schwächelt jüngst die Kreditvergabe der Banken. Aus beiden Gründen hat der EZB-Rat am 10. Dezember weitere Lockerungen beschlossen.

Die jüngsten Beschlüsse des EZB-Rats: Weitere Anleihekäufe ...

Eurozone: 10J Staatsanleiherenditen

59

%, BIP-gewichtete Länder-Zeitreihen



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Abermals stand das PEPP im Mittelpunkt der Ratssitzung. Insgesamt werden über diesen Zeitraum weitere EUR 500 Mrd. (DB-Erwartung: EUR 400 Mrd.) investiert, wodurch sich die Anleihekäufe alleine aus dem PEPP bis März 2022 auf EUR 1.850 Mrd. summieren werden. Daneben werden über das Asset Purchase Programm (APP) weiterhin Anleihekäufe in Höhe von EUR 20 Mrd. pro Monat getätigt. Die EZB verlängerte darüber hinaus die Nettoanleihekäufe um neun Monate bis März 2022 (DB-Erwartung: sechs Monate) und die Reinvestitionsphase um ein Jahr bis zum Jahresende 2023 (wie erwartet). Es gab und gibt jedoch eine unbefristete Verpflichtung zum PEPP. So hat sich die EZB mit der Formulierung „und auf jeden Fall, bis der EZB-Rat zu dem Ergebnis kommt, dass der Krisenmodus beendet ist“ stets alle Optionen offen gehalten. Trotz dieser geldpolitischen Lockerungen betonte die EZB-Präsidentin Lagarde auch, dass, wenn die wirtschaftliche Erholung besser als erwartet verläuft, die nun beschlossene Ausweitung des Programms der letzte Schritt vor einer Normalisierung der Geldpolitik sein könnte.



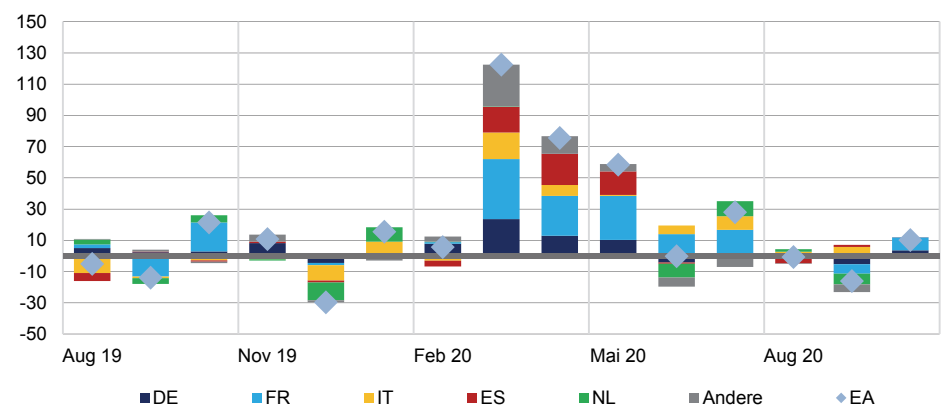
... und bessere Konditionen für Banken bei der Kreditvergabe

Die EZB setzte weitere Anreize für die Banken, die Kreditvergabe im Rahmen der TLTRO-Operationen anzukurbeln. So verlängerte die EZB die im Rahmen der Pandemie eingeführten sehr günstigen Refinanzierungskonditionen um 12 Monate (DB-Erwartung 6 Monate). Diese Maßnahme verschiebt auch potenzielle Probleme aufgrund hoher Überschussliquidität nach der Corona-Krise nach hinten. Die Banken könnten aufgrund der Negativzinsen versucht sein, TLTROs frühzeitig zurückzuzahlen. Die Finanzbedingungen der Banken und Finanzmärkte dürften anziehen, wenn dieser Punkt erreicht ist. In Zukunft könnten weitere politische Schritte nötig sein, um dieses Problem in den Griff zu bekommen. Diese Maßnahme verschafft den Banken auch eine Verschnaufpause, um den Corona-bedingten Anstieg der notleidenden Kredite absorbieren zu können. Somit werden auch eine vorsichtigere Kreditvergabe und damit eine schwache wirtschaftliche Erholung verhindert. Damit zieht man die Lehren aus der Entwicklung nach der Finanzkrise. Auch die neue TLTRO3-Benchmark für die Kreditvergabe passt hier ins Bild und verbessert die Finanzierungsbedingungen. Banken, die ein Deleveraging ihrer Kreditbücher zwischen Oktober 2020 und Dezember 2021 vermeiden, profitieren weiterhin von dem Abschlag von 50 Bp auf den Zinssatz der Einlagefazilität – in Summe ein Zinssatz von -1% für weitere 12 Monate bis Mitte 2022.

Unternehmenskredite: Veränderung

60

EUR Mrd.

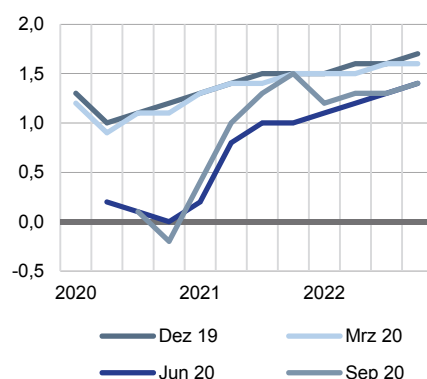


Quellen: Deutsche Bank Research, EZB, Haver Analytics LP

EZB-Prognosen: HVPI-Inflation

61

% gg. Vj.



Quellen: Deutsche Bank Research, EZB

Das Inflationsziel von „unter, aber nahe 2%“ rückt in die Ferne

Die verbesserten Kreditvergabebedingungen implizieren Aufwärtsrisiken für höhere Inflationsraten, wenngleich die EZB hiervon nicht überzeugt ist. EZB-Präsidentin Lagarde bezeichnete die Inflationsaussichten in der Pressekonferenz als „enttäuschend“. Entsprechend liegen die EZB-Prognosen (Staff forecasts) für die Inflation in den Jahren 2021, 2022 und 2023 bei 1,0%, 1,1% und 1,4%. Die Erwartungen für die Kerninflation liegen sogar wenige Zehntel Prozentpunkte darunter. Auch die potenziell positiven Wachstumseffekte des „Next Generation“ EU-Recovery-Programms haben nicht zu einer höheren Inflationsprognose geführt. Dabei ist die jüngste Aufwertung des Euros noch nicht berücksichtigt worden. Somit wäre die Prognose vermutlich noch geringer ausgefallen. Das Inflationsziel wird seit Jahren verfehlt. Aufgrund der schon vor der Corona-Krise vorhandenen Reformmüdigkeit besteht die Gefahr, dass die Inflationsrate strukturell niedrig bleibt.



Der „Strategic Review“ kommt eine zentrale Bedeutung zu

Angesichts der jahrelangen Zielverfehlung und des nicht nur Corona-bedingt mauen Inflationsausblicks gewinnt die „Strategic Review“ im Jahr 2021 der EZB und damit die Überprüfung des EZB-Inflationsziels eine zentrale Bedeutung. Es bleibt abzuwarten, ob die EZB zu dem Schluss kommt, dass die Grenzen der Geldpolitik erreicht sind. Womöglich geben aber wie in der Vergangenheit die Tauben wieder den Ton an. Die Fed hat bereits ein durchschnittliches Inflationsziel beschlossen und lässt damit auch ein temporäres Überschießen der Inflation auf über 2% ohne restriktivere geldpolitische Maßnahmen zu. Daher hat die Entscheidung der EZB über ihr künftiges Inflationsziel nicht nur weitreichende Konsequenzen für die wirtschaftliche Entwicklung, sondern insbesondere auch für den Wechselkurs.

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

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



Eventkalender 2021

1. Januar	Portugal übernimmt EU-Ratspräsidentschaft von Deutschland
14. Januar	Bruttoinlandsprodukt 2020 plus Pressekonferenz des Statistischen Bundesamts
1. Halbjahr*	Urteil des Bundesverfassungsgerichts zum Berliner Mietendeckel
20. Januar	Tarifverhandlungsrunden 2021 in der Metall- und Elektroindustrie: Üblicherweise zwei bis drei Verhandlungsrunden über zwei Monate
29. Januar	Bruttoinlandsprodukt Q4 2020, Schnellmeldung
24. Februar	Bruttoinlandsprodukt Q4 2020, tiefer gegliederte Ergebnisse
März/April	Tarifverhandlungsrunden 2021 im Groß- und Außenhandel (regional unterschiedlich): Üblicherweise zwei bis drei Verhandlungsrunden über zwei Monate
März/April/Mai/Juni	Tarifverhandlungsrunden 2021 im Einzelhandel (regional unterschiedlich): Üblicherweise zwei bis drei Verhandlungsrunden über zwei Monate
14. März	Landtagswahlen in Baden-Württemberg und Rheinland-Pfalz
25. April	Landtagswahl in Thüringen
30. April	Bruttoinlandsprodukt Q1 2021, Schnellmeldung
25. Mai	Bruttoinlandsprodukt Q1 2021, tiefer gegliederte Ergebnisse
6. Juni	Landtagswahl in Sachsen-Anhalt
Ende Mai/Anfang Juni	Veröffentlichung der Fertigstellungen 2020 im Wohnbau, Statistisches Bundesamt
Mai/Juni*	Ausschuss für Finanzstabilität (AFS): Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität. Evtl. Vorschläge/Eingriffe in die Hypothekenkreditvergabe mit Auswirkungen auf den Immobilienmarkt
Mitte 2021*	Entscheidung des Eurosystems, ob ein Projekt zum digitalen Euro gestartet wird, möglicherweise beginnend mit einer Untersuchungsphase mit dem Ziel der Entwicklung eines minimalen realisierbaren Produktes
30. Juli	Bruttoinlandsprodukt Q2 2021, Schnellmeldung
24. August	Bruttoinlandsprodukt Q2 2021, tiefer gegliederte Ergebnisse
September	Tarifverhandlungsrunden 2021 im öffentlichen Dienst (Länder): Üblicherweise zwei bis drei Verhandlungsrunden über zwei Monate
26. September	Bundestagswahl
26. September	Landtagswahl in Mecklenburg-Vorpommern und Wahl Abgeordnetenhaus Berlin
29. Oktober	Bruttoinlandsprodukt Q3 2021, Schnellmeldung
23. November	Bruttoinlandsprodukt Q3 2021, tiefer gegliederte Ergebnisse
Anfang/Mitte Januar	Bruttoinlandsprodukt 2022 plus Pressekonferenz des Statistischen Bundesamts

*voraussichtlich

Quelle: Deutsche Bank Research





Ausblick Deutschland

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

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

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

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

- ▶ Ausblick 2021: Corona-Konjunktur 14. Dezember 2020
- ▶ November Lockdown = Q4 BIP Knockdown 4. November 2020
- ▶ Deutsche Wirtschaft unerwartet robust 25. September 2020
- ▶ Wie stark fällt die Erholung in Q3 aus? 12. August 2020
- ▶ Allmählich aus der Konjunkturschlucht 1. Juli 2020
- ▶ Liebling, wir haben die Wirtschaft geschrumpft! 13. Mai 2020
- ▶ Deutsche Konjunktur weiterhin sehr zerbrechlich 12. Februar 2020
- ▶ Ausblick 2020: Vorsicht, zerbrechlich! 19. Dezember 2019
- ▶ Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen 4. November 2019

© 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