



Ausblick 2022: Neue Realitäten

17. Dezember 2021

Autoren

Stefan Schneider
und
Team Economics Research, Frankfurt

Editor

Stefan Schneider

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

www.dbresearch.de

DB Research Management

Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis

Seite

Prognosen.....	2
4% BIP-Wachstum im Jahr 2022, trotz technischer Rezession im Winterhalbjahr.....	3
COVID-19 im Jahr 2022: Das Streben nach Herdenimmunität.....	8
Privater Verbrauch: Aufschwung im Frühjahr nach Delle im Winter.....	10
Deutscher Arbeitsmarkt lässt die Krise hinter sich.....	12
Wohnungsmarkt: Noch kein Ende des Booms.....	16
Außenhandel: Erste Indizien für eine größere Bedeutung kontinentaler Wertschöpfungsketten.....	19
Fiskalpolitik: Ehrgeizige Ausgabenpläne und Festhalten an der Schuldenbremse führen zu offenen Finanzierungsfragen.....	21
Inflation: Jahresveränderungsrate dürfte nachgeben – aber dauerhaft höhere Kerninflation.....	28
Industrie in Deutschland: Angebot schließt zu lebhafter Nachfrage auf.....	35
Kreditvergabe an Unternehmen: Weiter abwärts, bevor es wieder besser wird?.....	38
Neue Bundesregierung: Hohe Ambitionen treffen auf den politischen Alltag.....	41
EZB: Weniger Anleihekäufe, aber keine Zinsanhebung in 2022.....	44
Jahreskalender 2022.....	46

Original in englischer Sprache: 15.12.2021

4% BIP-Wachstum im Jahr 2022, trotz technischer Rezession im Winterhalbjahr. Eine synchrone Beschleunigung dürfte zu einem jährlichen BIP-Wachstum von 4% führen. In 2023 werden sich die Quartalsraten auf Trendwachstum verlangsamen.

COVID-19 im Jahr 2022: Das Streben nach Herdenimmunität. Mit Omikron auf dem Vormarsch erwarten wir, dass die Corona-Beschränkungen nicht vor Ende Q1 gelockert werden.

Privater Verbrauch: Aufschwung im Frühjahr nach Delle im Winter. Der private Konsum wird im Winterhalbjahr 2021/22 schrumpfen. Der sich anschließende kräftige Aufschwung treibt die jährliche Wachstumsrate auf 6,6%.

Deutscher Arbeitsmarkt lässt die Krise hinter sich. Die Beschäftigung dürfte um gut 1% wachsen. Die Erhöhung des Mindestlohns (EUR 12) wird die Arbeitskosten um rund 3 Prozentpunkte erhöhen. Eine starke Lohndrift beschleunigt den Anstieg der Effektivlöhne auf 3,5%.

Wohnungsmarkt: Noch kein Ende des Booms. Aber regulatorischer Gegenwind und höhere Zinssätze belasten. Die Bauproduktion wird durch fehlende Arbeitskräfte und Material gebremst.

Außenhandel wird sich erst im Laufe des Jahres 2022 beleben. Erste Indizien für eine größere Bedeutung kontinentaler Wertschöpfungsketten.

Fiskalpolitik: Ehrgeizige Ausgabenpläne und Festhalten an der Schuldenbremse führen zu offenen Finanzierungsfragen. Auf Basis des bisherigen fiskalischen Regimes wird das Haushaltsdefizit deutlich zurückgehen. Die großen, aber noch nicht bezifferten Ausgabenpläne der neuen Regierung bergen Aufwärtsrisiken.

Abschwächung der Inflationsraten von über 5%, aber Kernrate wegen Kostenexplosion und großen Preisüberwälzungsspielräumen dauerhaft höher. Gesamt- und Kerninflationsraten dürften auch im Jahr 2023 nicht unter 2% fallen.

Deutsche Industrie: Das Angebot wird zu der robusten Nachfrage aufschließen. Industrieproduktion dürfte um 5,5% zulegen (2021: +3,5%).

Kreditvergabe an Unternehmen. Das Kreditwachstum könnte zunächst weiter zurückgehen, bevor die robuste Konjunktur Trendwende bringt.

Neue Bundesregierung. „Team Scholz“ wird Klimaschutz und umfangreiche Steuererleichterungen für grüne und digitale Investitionen in den Mittelpunkt stellen. Die deutsche EU-Politik mit weniger fiskalischem Dogma offener für vorsichtige Reform der EU-Defizitregeln.

EZB: Weniger Anleihekäufe, aber keine Zinsanhebung in 2022. Die PEPP-Nettokäufe sollen Ende März 2022 eingestellt werden. Das APP wird zum Übergang angepasst.



Ausblick 2022: Neue Realitäten

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2020	2021P	2022P	2020	2021P	2022P	2020	2021P	2022P	2020	2021P	2022P
Euroland	-6,5	5,1	3,8	0,3	2,6	3,0	1,9	2,3	2,2	-7,2	-6,7	-4,1
Deutschland	-4,6	2,6	4,0	0,4	3,2	3,0	7,0	6,5	5,7	-4,3	-4,9	-2,2
Frankreich	-8,0	6,6	3,2	0,5	2,1	2,6	-1,9	-1,5	-1,2	-9,1	-7,7	-5,5
Italien	-9,0	6,3	3,8	-0,1	1,9	2,5	3,8	3,3	2,8	-9,6	-8,8	-5,2
Spanien	-10,8	4,4	5,0	-0,3	2,9	3,4	0,8	1,0	1,5	-11,0	-8,7	-5,9
Niederlande	-3,8	-3,8	4,3	1,1	2,6	3,4	7,0	8,2	8,8	-4,2	-5,0	-2,8
Belgien	-5,7	6,0	3,4	0,4	3,2	3,8	0,8	0,5	-0,5	-9,1	-7,5	-5,0
Österreich	-7,0	5,0	4,3	1,4	2,7	3,1	1,9	0,6	0,8	-8,3	-5,5	-2,3
Finnland	-2,9	3,5	2,9	0,4	2,0	2,5	0,8	0,5	0,5	-5,5	-4,0	-2,5
Griechenland	-8,8	8,7	4,4	-1,3	0,3	2,8	-6,6	-6,0	-4,0	-10,1	-10,0	-4,0
Portugal	-8,4	4,3	5,0	-0,1	0,8	2,3	-1,1	-1,0	-0,5	-5,8	-4,5	-3,5
Irland	5,8	14,9	5,0	-0,5	2,3	3,9	-2,7	15,0	14,0	-4,9	-3,2	-1,7
Großbritannien	-9,7	6,8	3,5	0,9	2,5	4,4	-2,6	-2,2	-2,7	-15,1	-7,4	-3,7
Dänemark	-2,1	3,8	3,0	0,3	1,5	1,6	8,1	7,5	7,5	-0,2	-1,5	0,1
Norwegen	-1,3	3,9	4,0	1,3	3,3	2,0	0,7	7,0	6,5	-2,8	-2,2	0,0
Schweden	-3,1	4,0	3,4	0,7	2,0	2,0	6,0	6,0	5,5	-2,8	-2,0	-0,5
Schweiz	-2,5	3,5	3,0	-0,7	0,5	0,7	1,2	6,5	7,5	-2,8	-2,2	-0,3
Tschech. Rep.	-5,6	2,9	3,6	3,2	3,8	6,1	3,6	-0,2	0,9	-5,6	-7,3	-4,1
Ungarn	-4,7	6,4	4,8	3,3	5,1	6,2	0,0	-0,9	0,5	-8,0	-6,9	-6,7
Polen	-2,5	5,4	5,2	3,4	5,0	6,6	2,9	-0,5	-1,2	-7,0	-3,0	-2,6
USA	-3,4	5,7	4,6	1,2	4,7	4,7	-2,9	-3,5	-3,8	-15,0	-13,1	-4,9
Japan	-4,5	1,6	2,8	0,0	-0,2	0,8	2,9	2,8	2,4	-12,8	-9,6	-5,7
China	2,3	7,9	5,1	2,5	1,0	2,3	1,9	2,2	2,0	-6,2	-4,5	-5,0
Welt	-3,1	5,8	4,3	2,7	4,0	4,6						

*Die Inflationsprognosen für Euroland sowie für die EWU-Mitgliedstaaten (harmonisierter Verbraucherpreisindex) berücksichtigen Monatszahlen für Januar 2021 noch nicht

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

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

	2020				2021				2022			
	2020	2021P	2022P	2023P	Q1	Q2	Q3	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	-4,6	2,6	4,0	3,0	-1,9	2,0	1,7	-0,5	-0,5	2,6	2,2	1,0
Privater Konsum	-5,9	0,4	6,6	3,5	-5,3	3,8	6,2	-1,1	-1,0	3,5	3,0	1,0
Staatsausgaben	3,5	3,2	1,1	1,6	-1,0	4,6	-2,2	1,0	0,0	0,2	0,2	0,5
Anlageinvestitionen	-2,2	1,6	2,9	4,3	-0,6	1,2	-2,2	-0,6	0,7	2,7	1,7	1,3
Ausrüstungen	-11,2	2,9	4,1	6,9	-0,3	0,4	-3,7	-1,0	0,0	6,0	3,0	2,0
Bau	2,5	1,2	1,4	2,4	0,1	1,7	-2,3	0,0	0,8	1,0	1,0	0,8
Lager, %-Punkte	-0,9	1,1	-0,3	-0,1	2,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Exporte	-9,3	7,3	5,1	3,8	1,3	0,6	-1,0	0,3	0,5	4,0	3,0	1,0
Importe	-8,6	7,6	5,6	4,2	4,1	2,2	-0,6	0,5	0,7	4,0	2,5	0,7
Nettoexport, %-Punkte	-0,8	0,3	0,0	0,0	-0,9	-0,6	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,2
Konsumentenpreise (VPI)*	0,5	3,1	2,9	2,2								
Arbeitslosenquote, %	5,9	5,7	5,2	5,0								
Industrieproduktion**	-9,6	3,5	5,5	0,0								
Budgetsaldo, % BIP	-4,3	-4,9	-2,2	-0,3								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	68,7	70,3	68,6	66,4								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,0	6,5	5,7	5,7								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	234,4	226,0	207	221								

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

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

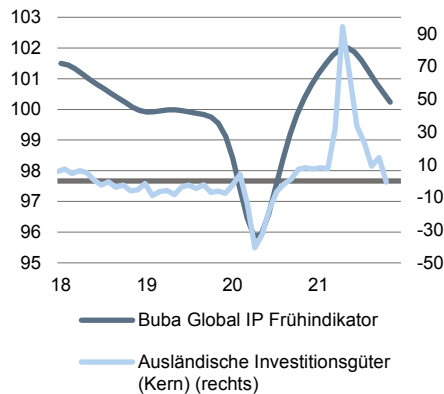


4% BIP-Wachstum im Jahr 2022 – trotz technischer Rezession im Winterhalbjahr

Ausländ. Investitionsgüter & Frühindikator für die weltweite Industrieproduktion

1

Index, % gg. Vj.



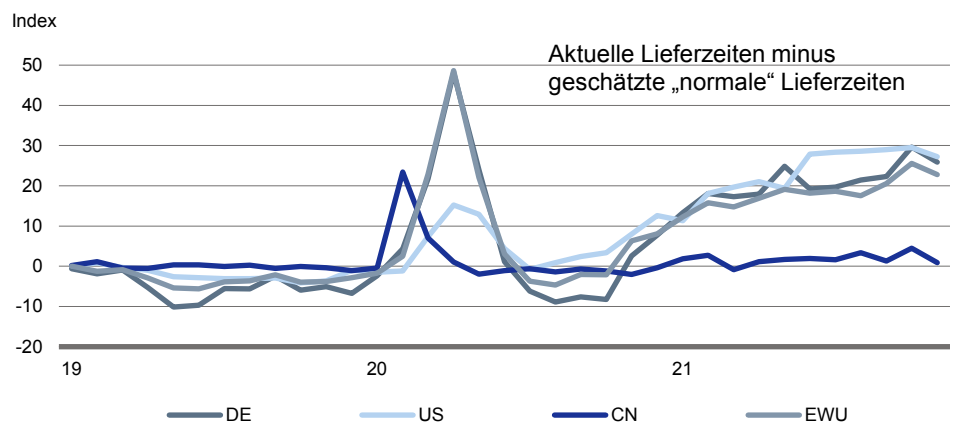
In unserem Halbjahresrückblick vom Juni rechneten wir für Deutschland noch mit einer BIP-Wachstumsrate von rund 2% gg. Vq. in Q2 – was eintrat – und einer noch stärkeren Expansion in Q3 und Q4 – was nicht eintrat. Etwa zur Jahresmitte erreichten die Umfragen zum Geschäftsvertrauen ihren Höchststand, die globale Industrieproduktion begann von Monat zu Monat zu sinken (wenn auch in moderatem Tempo) und der Welthandel stagnierte nach einem kräftigen Aufschwung, der die Wachstumsraten gg. Vj. auf bis zu 24,8% hochtrieb. Der Frühindikator der Bundesbank für die globale Industrieproduktion hatte bereits im Mai seinen Höchststand erreicht und deutete darauf hin, dass weitere Probleme ins Haus stehen könnten.

Lieferengpässe bremste Erholung

Der scheinbar synchrone Aufschwung der Weltwirtschaft vollzog sich tatsächlich in leicht unterschiedlichen Tempi, sodass der wie ein Uhrwerk funktionierende Welthandel in Teilen ins Stocken geriet. Verschiebungen bei der Konsumnachfrage verstärkten diesen Effekt: Statt Dienstleistungen (z.B. im Gastgewerbe, im Tourismus oder in Teilbereichen der Unterhaltungsindustrie) fragten die Verbraucher Pandemie-bedingt eher Güter nach (IT, Konsumelektronik oder Haushaltsgeräte). Daher kam es in allen auf den Weltmarkt ausgerichteten Sektoren der deutschen Wirtschaft (Exporte, Investitionsausgaben und Industrieproduktion) in Q3 wieder zu einer Kontraktion, nachdem in Q2 eine Erholung stattgefunden hatte. Dass das BIP in Q3 um 1,7% wuchs, lag einzig und allein am kräftigen Anstieg des privaten Konsums um 6,2% gg. Vq.

Lieferkettenprobleme weltweit

2



Ausblick für die Weltwirtschaft 2022/23: Annahmen entscheidend

Unterbrechungen von Lieferketten und rekordlange Lieferzeiten haben zu deutlich höheren Inputpreisen geführt. Zusammen mit der anscheinend deutlich ansteckenderen Omikron-Variante ergibt sich daraus beträchtlicher Gegenwind für die Weltwirtschaft. Für die kommenden beiden Jahre besteht ein beträchtliches Risiko, dass es zu einer weltweiten Rezession kommt. Davon gehen wir zwar in unserem Basisszenario nicht aus – aber erfahrungsgemäß sehen Basisszenarien kaum je eine Rezession vor. Unsere konstruktive Prognose hängt wie



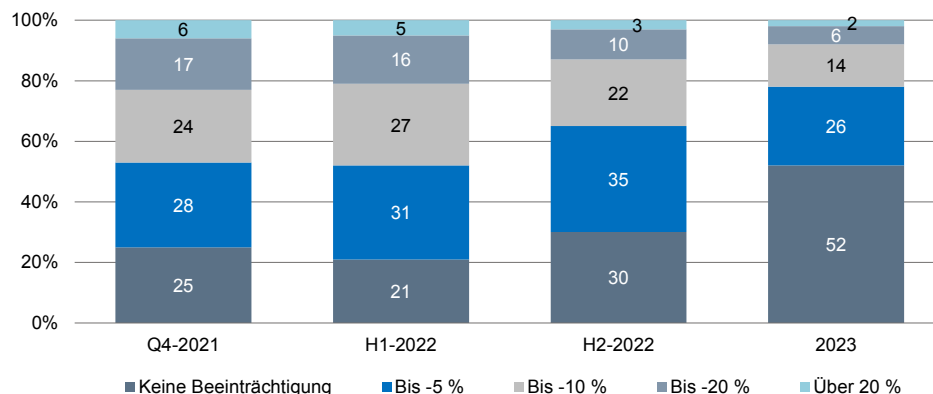
schon 2021 entscheidend von zwei zentralen Annahmen ab, die jedoch genau wie 2021 möglicherweise nicht eintreten werden:

1. Corona-Pandemie: Infektionen mit der Omikron-Variante führen zu weniger schwerwiegenden Verläufen als Infektionen mit vorhergehenden Varianten. Die neuen Impfstoffe und steigende Impfquoten tragen dazu bei, die vierte Welle unter Kontrolle zu bringen. Es treten keine noch gefährlicheren Mutationen auf.
2. Lieferprobleme: Die Belastungen der Lieferketten haben – wie sich in einigen Preisindikatoren (Chartersätze, Rohstoffpreise) andeutet – weitgehend ihren Höchststand erreicht und die Lage verbessert sich, wenn auch nur ganz allmählich.

Ausmaß und Dauer von Produktionsproblemen

3

Anteil von Unternehmen nach dem Ausmaß der Produktionsbeeinträchtigungen infolge von Vorleistungsproblemen in %*



Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft

Wachstum der Weltwirtschaft: 4,4% im Jahr 2022

Globale Wirtschaft

4

Reales BIP, % gg. Vj.	2020	2021P	2021P	2022P
USA	-3,4	5,7	4,6	2,6
Japan	-4,5	1,6	2,8	1,4
Eurozone	-6,5	5,1	3,8	2,8
Deutschland	-4,6	2,6	4,0	3,0
Frankreich	-8,0	6,6	3,2	2,3
Italien	-9,0	6,3	3,8	2,5
Spanien	-10,8	4,4	5,0	4,6
Niederlande	-3,8	-3,8	4,3	3,9
Griechenland	-8,8	8,7	4,4	3,8
Portugal	-8,4	4,3	5,0	2,6
Irland	5,8	14,9	5,0	4,2
Großbritannien	-9,7	6,8	3,5	1,7
Asien ex Japan	-0,8	6,9	5,4	5,3
China	2,3	7,9	5,1	5,5
Indien	-7,0	8,3	7,6	6,1
Osteuropa	-2,2	4,9	3,7	3,7
Lateinamerika (ex Venezuela)	-6,6	6,7	1,9	2,0
Welt	-3,1	5,8	4,3	3,7

Quelle: Deutsche Bank Research

Sofern diese zentralen Annahmen eintreten, könnte das Wachstum der Weltwirtschaft im Jahr 2022 bei 4,4% liegen (2021: 6,2%) und sich dann moderat zur Trendrate hin verlangsamen. Damit ergäbe sich für 2023 eine Expansionsrate von 3,6%. Auf die COVID-19-bedingte Konjunkturverlangsamung in den USA (Q3) bzw. im Winterhalbjahr in Europa dürften im kommenden Jahr Phasen mit kräftigem Wachstum folgen. Im Gesamtjahr 2022 dürften die Volkswirtschaften der USA und des Euroraums um rund 3 ¾% wachsen. Der Konsum sollte gut unterstützt bleiben, weil sich die privaten Haushalte aufgrund ihrer höheren Ersparnis und ihrer Vermögensgewinne in einer komfortablen finanziellen Situation befinden. Zudem werden die Ausgaben für Dienstleistungen voraussichtlich wieder ansteigen, wenn die Pandemie-bedingten Belastungen für diesen Sektor abklingen.

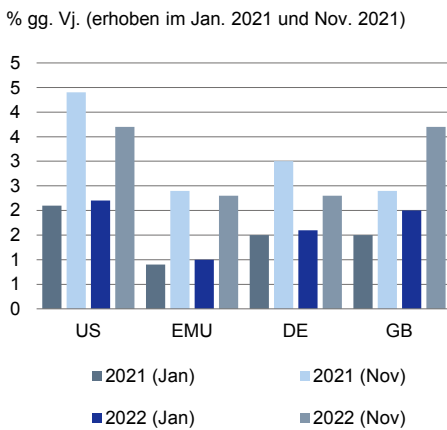
Die Wachstumsraten gg. Vj. dürften sich in den USA und im Euroraum im Jahresverlauf 2022 verringern. Für Japan und China gilt das Gegenteil. In Japan ist nach der jüngsten, Pandemie-bedingten Konjunkturverlangsamung mit kräftigem Wachstum im ersten Halbjahr 2022 zu rechnen, nicht zuletzt aufgrund beeindruckender Impffortschritte. Die Jahreswachstumsrate dürfte sich daher 2022 auf 2,7% beschleunigen. In China sollte die aktuelle Schwäche bei den Immobilieninvestitionen – eine spürbare, aber häufig überschätzte Belastung für die Wirtschaft – im Jahr 2022 ins Gegenteil umschlagen. Der Abschwung im Immobiliensektor ist größtenteils als Reaktion auf die Kreditverknappung durch die Behörden anzusehen – ein ganz typisches Phänomen. Diese Maßnahmen werden in wichtigen Teilbereichen bereits wieder zurückgenommen und die Behörden greifen zu Mitteln, um das Wachstum zu stabilisieren. Bei einem stärkeren Anstieg der Einkommen der privaten Haushalte, niedrigeren Immobilienpreisen



und einer besseren Verfügbarkeit von Krediten ist mit einer Belebung zur Jahresmitte hin zu rechnen. Das Wachstum in China sollte sich von rund 3% gg. Vj. im laufenden Quartal auf knapp 6% zum Jahresende 2022 hin beschleunigen.

Zentralbanken: Ein Drahtseilakt

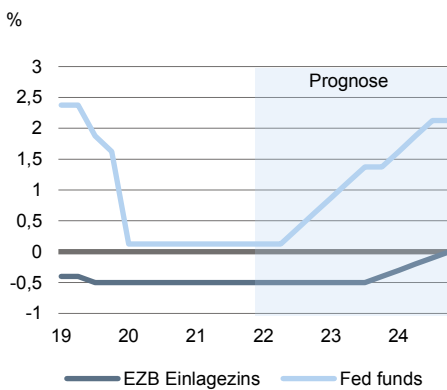
Consensus: Inflationsprognosen 5



Quelle: Consensus Economics

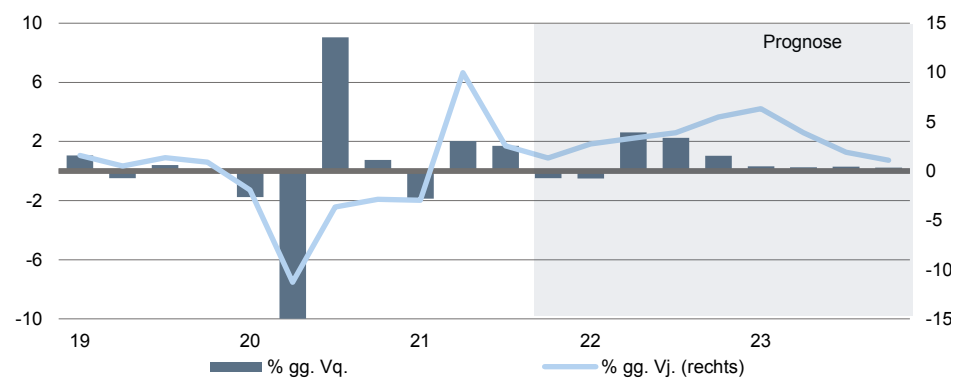
Die Zentralbankpolitik ist der zweite entscheidende Faktor für eine Beschleunigung der Wachstumsdynamik im Jahr 2022. Und ganz besondere Verantwortung tragen die Zentralbanken für die erhoffte sanfte Landung im Jahr 2023 – sicherlich kein leichtes Unterfangen, da das derzeitige ungewöhnliche Auf und Ab in der Wirtschaft nur sehr geringe Ähnlichkeit mit einem lehrbuchmäßigen Verlauf des Konjunkturzyklus hat. Wie einzigartig die weltwirtschaftliche Lage ist, lässt sich am weithin unerwarteten, kräftigen Anstieg der Inflationsraten auf allen Produktionsebenen ablesen. Zentralbanken und Prognostiker aus dem privaten Sektor haben die Inflationsbeschleunigung zunächst als vorübergehendes Phänomen abgetan und angenommen, es handele sich lediglich um Synchronisierungsprobleme, die Anfang 2021 beim Neustart der Weltwirtschaft nach den schweren Auswirkungen der Pandemie aufgetreten seien. Zum Jahresende 2021 haben die Inflationsraten in wichtigen Ländern jedoch ein Niveau erreicht, das zuletzt während der zweiten Ölpreiskrise Anfang der Achtzigerjahre verzeichnet wurde. Dementsprechend bezeichnet die Fed die Inflation auch nicht mehr als „vorübergehend“. Die EZB ist noch nicht an diesen Punkt gelangt, diskutiert das Thema aber ebenfalls. In den kommenden Wochen dürften die Fed, die Bank of England und die EZB das Tempo ihres jeweiligen Taperings deutlich beschleunigen. Wir gehen davon aus, dass alle drei Banken die Leitzinsen bis zum Jahresende 2023 anheben, wobei die BoE noch vor der Fed aktiv werden dürfte; Letztere wird voraussichtlich im Juni kommenden Jahres den ersten Zinsschritt vornehmen. Die EZB dürfte als Letzte handeln, wahrscheinlich wohl zum Jahresbeginn 2023.

Zentralbanken: Countdown hat begonnen 6



Quellen: Deutsche Bank, Fed, EZB

Deutsches BIP dürfte im 2. Quartal anziehen, da die private Nachfrage wieder in Gang kommt 7



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Deutschland: Ausgeglicheneres Wachstum im Jahr 2022

Uneinheitliche Wachstumsraten in H2 2021 führen bei den einzelnen BIP-Komponenten zu sehr unterschiedlichen Überhangeffekten (Differenz zwischen dem Niveau in Q4 und dem Jahresdurchschnitt). Daher zeichnet ein Vergleich der Jahreswachstumsraten für 2021 bzw. 2022 ein unvollständiges und in gewissem Umfang irreführendes Bild der zugrunde liegenden Wachstumsdynamik. Beim privaten Konsum spielt dies keine allzu große Rolle; hier ist nach einem Rückgang um 1% gg. Vq. in Q1 (für Q4 2021 prognostizieren wir eine ähnliche Kontraktion) mit einer kräftigen Erholung im Sommerhalbjahr zu rechnen. Dar-



aus ergibt sich eine durchschnittliche Verlaufsrate (Durchschnitt der Quartalsraten gg. Vq.), die der durchschnittlichen Wachstumsrate gg. Vj. von gut 6 ½% nahezu entspricht. Hinter der von uns prognostizierten moderaten jährlichen Wachstumsrate von 4,1% bei den Investitionen in Maschinen und Anlagen verbirgt sich dagegen eine kräftige Wachstumsbelebung, sobald die Lieferengpässe überwunden sind und die Omikron-bedingten Unsicherheiten abklingen. Dasselbe gilt für die Exporte: Eine deutliche Erholung im Sommerhalbjahr sollte die fortschreitende Quartalsrate auf knapp 9% in die Höhe treiben, die durchschnittliche Rate gg. Vj. dürfte jedoch nur bei moderaten 5,1% liegen. Insgesamt sollte die synchrone Beschleunigung in der Binnenwirtschaft (privater Konsum) und in auf die Weltwirtschaft ausgerichteten Sektoren (Exporte, Anlageinvestitionen) zu einem jährlichen BIP-Wachstum von 4% im Jahr 2022 führen.

2023: Zurück zu moderatem Trendwachstum

Das kräftige Wachstum dieser zentralen Komponenten des BIP spiegelt zu einem großen Teil einen Nachfragestau und einen Nachholeffekt wider, die 2023 keine Rolle mehr spielen sollten. Daher dürfte sich die Quartalswachstumsrate dann auf die Trendrate von rund 0,3% verlangsamen. Trotz dieser deutlichen Verlangsamung ist jedoch 2023 dank kräftiger Überhangeffekte mit einem recht beeindruckenden Jahreswachstum von 3% zu rechnen.

Das „R“-Wort ist wieder da

Viele Voraussetzungen für eine Wachstumsbeschleunigung im Jahr 2022 sind bereits vorhanden, z.B. rekordhohe Auftragsbestände in der Industrie oder eine unfreiwillige Ersparnis der deutschen privaten Haushalte in Höhe von EUR 180 Mrd. Dennoch dürften vorübergehend zunehmend Zweifel an unserem optimistischen Ausblick aufkommen, da das BIP in Q4 2021 und Q1 2022 jeweils um rund ½% gg. Vq. schrumpfen dürfte. Unseres Erachtens handelt es sich dabei um eine rein technische Rezession, weil insbesondere der private Konsum durch striktere COVID-Regeln und freiwillige soziale Distanzierung gedämpft wird. Wir rechnen nicht mit ernsthaften Rücksetzern beim Geschäfts- oder Verbrauchervertrauen. Die Lage am Arbeitsmarkt sollte günstig bleiben, sodass es nicht zu negativen Multiplikatoreffekten kommt, die in der Regel zur Verfestigung einer Rezession führen. Wir sind zuversichtlich, dass die Wirtschaft im Frühjahr wieder Tritt fasst und das BIP in Q2 2022 endlich das Vor-COVID-19-Niveau übersteigt.

Inflation verfestigt sich

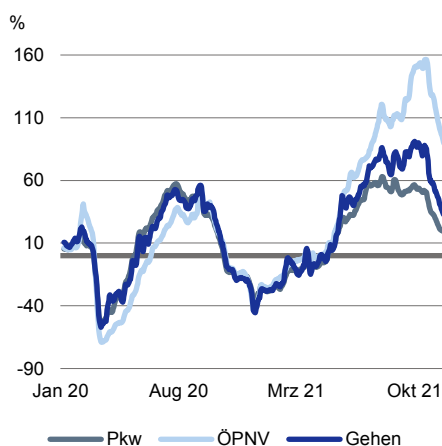
Angesichts des nur vorübergehenden Rückschlags, der die erwartete Entspannung bei den Lieferketten und die Auflösung des Nachfragestaus allenfalls verzögern wird, bleibt die Preissetzungsmacht der Unternehmen hoch – zumal auch die Importpreise weiter kräftig ansteigen dürften. Die Gesamtinflation dürfte sich daher nur moderat verlangsamen, wengleich einige in diesem Jahr zu spürende Einmaleffekte künftig wegfallen. Die jüngsten Tarifabschlüsse waren unerwartet moderat. Allerdings dürften Gewerkschaften und Arbeitnehmer sich gegen einen Rückgang der Reallöhne wehren, zumal ihre Verhandlungsposition durch die Erholung am Arbeitsmarkt, die aus demografischen Gründen schrumpfende Erwerbsbevölkerung und die Arbeitsmarktpolitik der neuen Regierung gestärkt wird. Wichtige Tarifabschlüsse stehen aber erst im Herbst an. Dennoch ist 2022 nicht zuletzt aufgrund der geplanten Anhebung des Mindestlohns mit einer kräftigen Lohndrift und steigenden effektiven Löhnen zu rechnen. Die Tariflöhne werden wohl erst 2023 stärker ansteigen. Daher sollte sich die Gesamtinflationsrate nur leicht von gut 3% im Jahr 2021 auf knapp 3% im

Strengung der staatlichen Maßnahmen in Bezug auf COVID-19 8



Quelle: Ourworldindata.org

Individuelle Mobilität 9



Quelle: Apple Inc.



Jahr 2022 verlangsamen. Danach könnte sie sich weiter normalisieren, aber wir rechnen nicht mit einem Rückgang auf deutlich unter 2%.

Neuer fiskalpolitischer Kurs hat 2022 nur begrenzte Auswirkungen auf das Wachstum

Die neue Regierung hat nicht nur versprochen, die deutsche Wirtschaft zu digitalisieren und sie CO₂-neutral zu machen, sondern sie will auch genügend neue Arbeitsplätze schaffen, um die durch den umfassenden strukturellen Wandel hervorgerufenen Arbeitsplatzverluste zu kompensieren. Es könnte durchaus schwierig werden, die geplanten, massiven staatlichen Ausgabenerhöhungen mit der Schuldenbremse in Einklang zu bringen, die ab 2023 wieder eingehalten werden soll. Angesichts der bereits verabschiedeten, außerordentlich großzügigen Kreditaufnahmepläne für 2021/22, der höheren Steuereinnahmen und des geringeren Bedarfs an Pandemihilfen dürfte die Fiskalpolitik im Jahr 2022 ein relativ stressfreies Thema sein, zumal die neuen Investitionen trotz der beabsichtigten Vereinfachung der Planungsverfahren nur recht langsam umgesetzt werden können, weil es im Bausektor und im Handel an Kapazitäten mangelt.

Abwärtsrisiken überwiegen

Auch wenn eine vierte Pandemiewelle für den weiteren Jahresverlauf 2021 erwartet wurde, war nicht mit einem solchen Umfang gerechnet worden. Die neue Omikron-Variante stellt ebenfalls eine Überraschung dar. Insofern sollten wir in Bezug auf den Pandemieverlauf vorsichtiger sein und zugeben, dass wir die Entwicklung letztendlich nicht vorhersagen können. Unsere Annahme, dass sich die Lieferengpässe im Jahresverlauf 2022 auflösen, stützt sich darauf, dass wir auf die Marktwirtschaft und deren Fähigkeit zur Schaffung eines Gleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage vertrauen. Allerdings wächst in einigen Ländern die Versuchung, einzugreifen und die Märkte zu manipulieren, um Ungleichgewichte zu verstärken oder gar zu erzeugen und so den eigenen geopolitischen Einfluss auszuweiten. Dass die Lieferprobleme im Jahr 2021 stärker als erwartet ausfielen, ist auch als Warnung zu lesen: Die globalen Lieferketten sind inzwischen so komplex, dass bereits kleine Unterbrechungen ganze Industrie-sektoren zum Stillstand bringen können. Die intensiveren Bemühungen um ein Erreichen des bei der Pariser Klimakonferenz im Jahr 2015 vereinbarten 1,5°-Ziels erfordern umfangreiche politische Maßnahmen, die in der Übergangsphase durchaus konjunkturdämpfend wirken können.

Insgesamt scheint die politische Lage instabiler geworden zu sein. Die USA und China wetteifern weiter um die technologische Führungsrolle. In Europa scheint Russland die Entschlossenheit der EU in der Nach-Merkel-Ära auf die Probe stellen zu wollen. Auf der Ebene der einzelnen Länder haben die COVID-19-Politik sowie Unsicherheiten und höhere Kosten für die geplante Umstellung auf CO₂-Neutralität zu größerer Aggressivität in der innenpolitischen Diskussion geführt, was auch weitere Spannungen in den jeweiligen Gesellschaften auslösen könnte.

Allerdings ist es auch möglich, dass sich der Welthandel rascher als erwartet wieder synchronisiert und die Rohstoffpreise entsprechend sinken. Dies würde die Kaufkraft der privaten Haushalte steigern und die Aufgabe der Zentralbanken sehr viel einfacher machen. Umfangreiche Investitionen in die Gesundheitswissenschaften und den Klimaschutz können zudem zu Durchbrüchen führen, sodass man in Bezug auf die beiden größten Herausforderungen für die Menschheit mehr Optimismus hegen könnte.

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

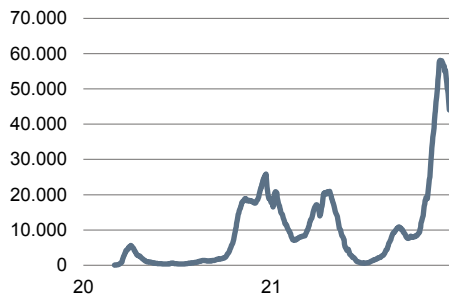


COVID-19 im Jahr 2022: Das Streben nach Herdenimmunität

Neuinfektionen erreichten in der vierten Welle einen neuen Höchststand

10

Zahl der täglichen COVID-19-Neuinfektionen in Deutschland, gleitender 7-Tage-Durchschnitt

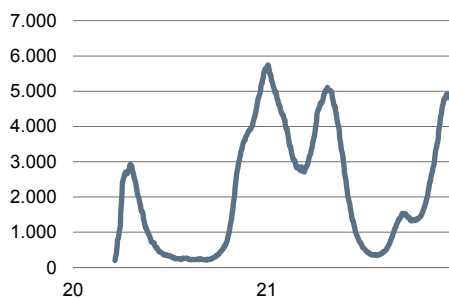


Quelle: RKI

Zahl der Intensivpatienten hat neues Plateau erreicht

11

Zahl der COVID-19-Intensivpatienten in DE

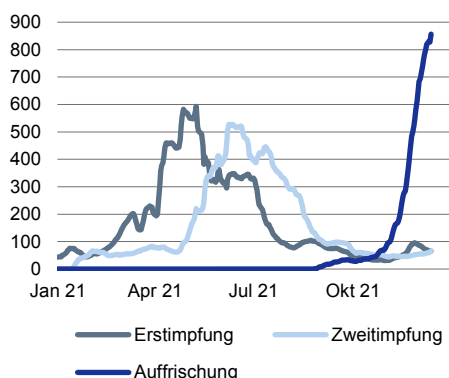


Quelle: DIVI

Auffrischungsimpfungen mit hoher Dynamik

12

Tägliche COVID-19-Impfungen in Deutschland, gleitender 7-Tage-Durchschnitt, '000



Quelle: Bundesgesundheitsministerium

— Wir erwarten, dass die aktuellen Corona-Maßnahmen bis zum Ende des 1. Quartals beibehalten werden. Umfassende Lockerungen sind nur denkbar, wenn die Neuinfektionen und der Druck auf die Krankenhäuser deutlich zurückgehen. Mit dem Aufkommen der Omikron-Variante ist dies derzeit ein eher unwahrscheinliches Szenario.

— Die Beschränkungen könnten ab dem 2. Quartal gelockert werden, wenn sich saisonale Effekte positiv auswirken und die Impfkampagne weiterhin erfolgreich verläuft. Somit könnte das Schlimmste im Sommer 2022 überstanden sein. Das Virus wird endemisch werden, aber Impfungen und Infektionen in Verbindung mit besseren Medikamenten dürften ernsthafte negative wirtschaftliche Folgen nach dem 1. Quartal 2022 verhindern.

Mitte Oktober verstärkte sich die vierte COVID-19-Welle in Deutschland. Die Neuinfektionen waren mit durchschnittlich rd. 58.000 Fällen pro Tag zwischenzeitlich auf ein nie dagewesenes Niveau gestiegen. Da mehr als 20% der Bevölkerung über 12 Jahren in Deutschland noch immer nicht gegen COVID-19 geimpft sind, stieg auch die Zahl der Intensivpatienten mit kurzer Verzögerung an. Zudem hat sich der Impfschutz bei denjenigen Personen abgeschwächt, die ihre 2. Impfdosis bereits Anfang 2021 erhalten haben. Die Nachfrage nach Auffrischungsimpfungen war bis Mitte Oktober nicht zuletzt deshalb zurückhaltend, weil sich die offiziellen wissenschaftlichen Empfehlungen (Ständige Impfkommission, STIKO) zunächst nur auf Personen über 70 Jahre bezogen. Erst am 18. November erweiterte die STIKO die Empfehlung für eine Auffrischungsimpfung auf alle Personen über 18 Jahre.

Angesichts steigender Neuinfektionen, hoher Hospitalisierungsquoten und mehr Patienten auf Intensivstationen hat die Politik Anfang Dezember neue bundesweite Coronavirus-Beschränkungen beschlossen. Der Zugang zu Freizeiteinrichtungen und nicht lebensnotwendigen Einzelhandelsgeschäften ist nur noch für Personen erlaubt, die vollständig geimpft sind oder sich von einer COVID-19-Infektion erholt haben (2G-Regel). Ungeimpfte Personen müssen an Arbeitsplätzen und in öffentlichen Verkehrsmitteln einen aktuellen negativen Coronavirus-Test vorweisen (3G-Regel). Diese politische Entscheidung war nicht selbstverständlich, da in einigen Bundesländern im Norden und Westen Deutschlands kein enormer Anstieg der Sieben-Tage-Inzidenz oder der Hospitalisierungsrate zu verzeichnen war. Stattdessen waren die südlichen und südöstlichen Regionen (mit niedrigeren Impfquoten) die Corona-Hotspots in Deutschland. Die Auslastung der Intensivstationen war in diesen Bundesländern daher deutlich höher. Es besteht ein deutlicher negativer Zusammenhang zwischen den Impfquoten und der Sieben-Tage-Inzidenz in den Bundesländern.

Steigender Trend bei Neuinfektionen unterbrochen: Die Ruhe vor dem Omikron-Sturm?

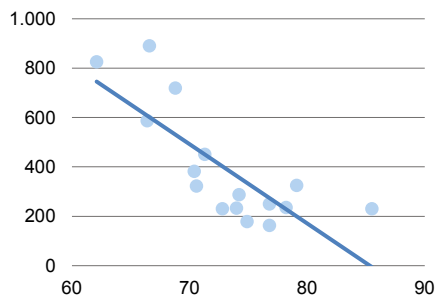
In den letzten Tagen haben sich die offiziellen Corona-Zahlen etwas aufgehellt. Die Neuinfektionen liegen seit einigen Tagen unter dem Niveau der Vorwoche. Die Hospitalisierungsrate ist in letzter Zeit relativ stabil geblieben und die Zahl der Intensivpatienten ist zuletzt leicht gesunken. Gleichzeitig gewinnt die Impfkampagne an Schwung. Mehr als 1 Million Impfungen pro Tag werden jetzt häufiger registriert, wobei die Auffrischungsimpfungen dominieren. Auch die Zahl der Erstimpfungen liegt aktuell über dem Niveau vom Spätsommer und Frühherbst. Hier spielen die 2G- und 3G-Regelungen sowie die politische Diskussion um eine generelle Impfpflicht eine Rolle. Mit Stand Mitte Dezember sind in



Hohe Impfquote, niedrige Inzidenz

13

X: Impfquote* in deutschen Bundesländern, %
Y: 7-Tage-Inzidenz* in deutschen Bundesländern



* Stand 16. Dezember 2021

Quellen: Bundesgesundheitsministerium, RKI, Deutsche Bank Research

Deutschland rund 70% der Gesamtbevölkerung vollständig geimpft. Und auch die Zahl der ungeimpften, aber genesenen Menschen ist wegen der hohen Zahl an Neuinfektionen gestiegen. Damit wird es für das Virus immer schwieriger, Menschen zu infizieren, die noch nie mit ihm in Berührung gekommen sind. Ein Impfstoff für Kinder zwischen 5 und 11 Jahren ist inzwischen zugelassen und wird die Impfquote in jüngeren Altersgruppen erhöhen.

Es ist also alles in bester Ordnung? Leider nein! Wir befinden uns immer noch am Anfang des Winters, der für das Coronavirus die schönste Zeit des Jahres ist. Die aktuellen Corona-Einschränkungen sind bei Weitem nicht mehr so restriktiv wie noch im Winter 2020/21. Das bedeutet mehr Mobilität und mehr Kontakte im Vergleich zu früheren Lockdowns. Nicht zuletzt ist das Auftauchen der neuen Omikron-Variante mit einem großen Unsicherheitsfaktor verbunden. Wissenschaftler aus aller Welt untersuchen derzeit die pharmakologischen Eigenschaften dieser Virusvariante. Für ein endgültiges Urteil oder auch nur ein verlässliches Zwischenergebnis ist es noch zu früh. Erste Einschätzungen kommen jedoch zu dem Schluss, dass Omikron einerseits ansteckender sein dürfte als die Delta-Variante, andererseits aber auch weniger schwere Erkrankungen verursachen könnte. Die meisten Wissenschaftler sind sich auch einig, dass Personen, die drei Impfdosen erhalten haben, recht gut gegen die Omikron-Variante bzw. vor schweren Krankheitsverläufen geschützt sind.

In diesem unsicheren Umfeld schätzen wir es am wahrscheinlichsten ein, dass die Zahl der Neuinfektionen in den kommenden Wochen hoch bleiben wird; wir sind zurückhaltend, den jüngsten Rückgang der Neuinfektionen bereits als Trendwende zu bezeichnen. Aus heutiger Sicht erwarten wir ferner, dass sich die Hospitalisierungsrate von diesen hohen (eventuell wieder steigenden) Infektionszahlen abkoppeln könnte, da ältere Menschen und Risikogruppen ihre Auffrischungsimpfung bald erhalten haben sollten. Wir werden die Entwicklung um Omikron (und mögliche andere Varianten) im Auge behalten.

Corona-Maßnahmen bleiben bis Ende Q1 in Kraft

Bezüglich der wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Krise ist es aktuell schwer vorstellbar, dass die derzeitigen Beschränkungen (2G und 3G) gelockert werden, wenn die Neuinfektionen und die Zahl der Intensivpatienten hoch bleiben. Eine noch strengere Regelung (z.B. 2G+, d.h. geimpft oder genesen plus aktueller Test) ist natürlich nicht ausgeschlossen. Durch die Einschränkungen wird ein erheblicher Teil der Menschen vom Konsum in den Geschäften und im Freizeitbereich ausgeschlossen. Darüber hinaus könnte ein gewisser Anteil der Geimpften (weiterhin) freiwillig soziale Kontakte einschränken oder auf Einkäufe im stationären Handel verzichten. Diese Selbstbeschränkung könnte sich sogar noch verstärken, wenn Omikron bei Geimpften häufiger zu Impfdurchbrüchen führen sollte. Letztlich belasten die genannten Faktoren den privaten Verbrauch.

Auf der Angebotsseite könnte sich die 3G-Regel am Arbeitsplatz positiv auswirken, da hierdurch größere Ausbrüche in Unternehmen verhindert werden dürften. Außerdem wird das politische Ziel, Schulen und Kindertagesstätten offen zu halten, die Wertschöpfung in den Betrieben stabilisieren, da berufstätige Eltern nicht zu Hause bleiben müssen, um ihre Kinder zu betreuen.

Wir erwarten, dass die derzeitigen Corona-Maßnahmen bis zum Ende des 1. Quartals beibehalten werden. Umfassende Lockerungen sind nur denkbar, wenn die Neuinfektionen und der Druck auf den Intensivstationen deutlich zurückgehen. Mit dem Aufkommen der Omikron-Variante ist dies derzeit ein eher unwahrscheinliches Szenario. Die Politik wird jedenfalls vorsichtig agieren. Wir rechnen damit, dass die Restriktionen ab dem 2. Quartal aufgrund positiver saisonaler Effekte (Wetter) und – zunächst wohl wichtiger – dank weiterer Erfolge

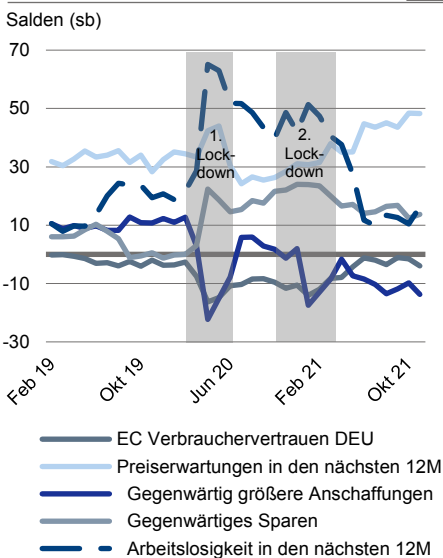


bei der Impfkampagne gelockert werden. Ein Gesetz, das eine generelle Impfpflicht vorschreibt, könnte im Frühjahr 2022 in Kraft treten. In Summe könnte das Schlimmste im Sommer 2022 überstanden sein. Das Virus wird endemisch werden, aber Impfungen und Infektionen (Herdenimmunität) zusammen mit besseren Medikamenten sollten ernsthafte negative wirtschaftliche Folgen verhindern.

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

Privater Verbrauch: Aufschwung im Frühjahr nach Delle im Winter

Deutschland: Verbrauchervertrauen und Unterkomponenten nach EC ESI **14**



- Verschärfte COVID-19-bedingte Restriktionen und freiwillig reduziertes Mobilitätsverhalten dürften in Kombination mit Lieferengpässen den privaten Verbrauch im Winterhalbjahr 2021/22 erneut spürbar dämpfen. Ab dem Frühjahr erwarten wir dann aber eine kräftige Erholung nach dem Muster des Vorjahres. Im Gesamtjahr 2022 dürfte der private Konsum um 6,6% zulegen, gefolgt von 3,5% in 2023.
- Im Frühjahr 2022 dürften ein weiterer Impffortschritt, saisonal bedingtes Abflauen des Infektionsgeschehens sowie nachlassende Lieferprobleme den privaten Verbrauch aufleben lassen. Mit zeitlicher Verzögerung dürften auch die Nachfrage nach personenbezogenen Dienstleistungen und die Tourismusindustrie wieder an Schwung gewinnen. Die robuste Arbeitsmarktentwicklung und das Abschmelzen aufgestauter Kaufkraft sollten zusätzliche Unterstützung bieten.

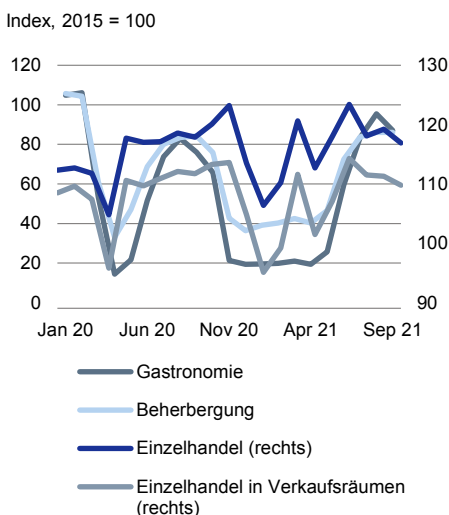
Verbesserung der Pandemielage lässt Nachholeffekte beim privaten Konsum erwarten

Auch im kommenden Jahr wird der private Verbrauch noch stark vom Pandemieverlauf beeinflusst bleiben und so auch die Entwicklung der Gesamtwirtschaft maßgeblich bestimmen. Im Gesamtjahr 2022 dürfte der private Konsum um 6,6% (2020: 0,4%) zulegen. Nach einer Delle im Winterhalbjahr 2021/22 erwarten wir eine erneute kräftige Erholung, wenn fortgeschrittene Impfungen und saisonale Faktoren das Infektionsgeschehen im Frühjahr zunehmend abflauen lassen.

Seit dem Spätsommer 2021 hat sich das Verbrauchervertrauen angesichts der verschärften COVID-Lage spürbar abgeschwächt. Aber trotz der heftigen vierten Welle trübte sich die Stimmung der Haushalte noch nicht so deutlich ein, wie im Verlauf der vorangegangenen Pandemiehochpunkte. Die Verfügbarkeit von Impfstoffen macht hier einen großen Unterschied. Aber auch die Erfahrungen hinsichtlich der Arbeitsmarktentwicklung – massiv durch Kurzarbeit gestützt, dann aber mit klar positiver Gesamtdynamik – dürften die Sorgen vorerst begrenzen. Allerdings war die Ausbreitung der Omikron-Variante bis zu den jüngsten Umfragen kein Thema. Vielmehr zeigen die Umfragen, dass die Haushalte weiterhin mit steigenden Preisen rechnen.

Im Gegensatz zum Frühjahr 2021 erwarten wir für den Jahresbeginn 2022 keinen so starken und anhaltenden Einbruch des privaten Verbrauchs (Q1: -1,0% qoq), sodass auch das Wachstum im Gesamtjahr deutlich kräftiger ausfällt. Zudem dürfte ein Rückgang des stationären Handels (möglicherweise getrieben von der 2G-Regel) durch ein Ausweichen auf den Internethandel gedämpft werden.

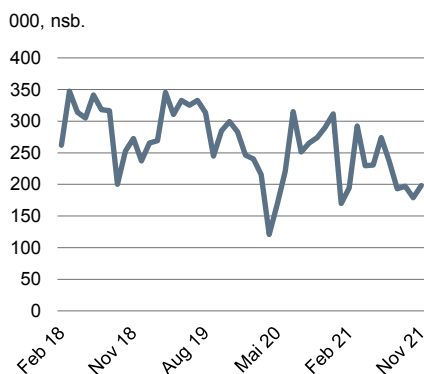
Erholungsmuster: Einzelhandel vor Tourismus und Gastgewerbe **15**





Ausblick 2022: Neue Realitäten

Schwache Pkw-Neuzulassungen in 2021 lassen Nachholeffekte in 2022 erwarten 16

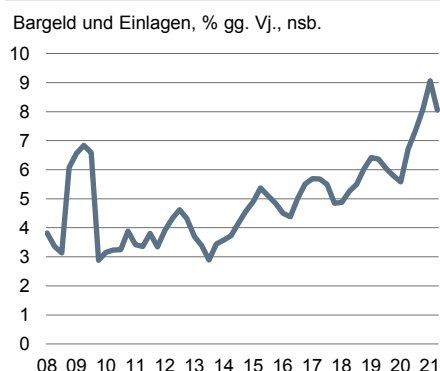


Quelle: VDA

Dennoch dürfte die Erholung dem Vorjahresmuster ähneln. Zuerst werden die Einzelhandelsumsätze anziehen, denen dann auch der Dienstleistungssektor folgt. Personenbezogene Dienstleistungen sowie Angebote im Tourismus- und Gastgewerbe dürften im Frühjahr noch von den gesetzlichen Einschränkungen und freiwilliger Mobilitätsreduktion beeinträchtigt bleiben. Das Erholungsmuster des Jahres 2021 zeigt aber, dass die Haushalte trotz oder gerade wegen COVID-19 nicht die Lust am Tourismus und dem Savoir-vivre verloren haben. So expandierte der private Konsum in Q3 2021 um kräftige 6,3% qoq, während die Einzelhandelsumsätze stagnierten, aber die Gastgewerbe- und Tourismusumsätze noch kräftig zulegten. Allerdings wurde nicht nur der Einzelhandel von Lieferschwierigkeiten außergewöhnlich gebremst. Auch die Pkw-Neuzulassungen gingen kräftig zurück, da Engpässe die Produktion vieler nationaler und internationaler Hersteller behinderten. Angesichts der immer noch aufgestauten Nachfrage dürften viele Käufe nachgeholt werden, sobald sich die Produktionsentwicklung in H1 2022 normalisiert (Anteil Verkehr (inkl. Pkw) an Konsumausgaben 2020: 13%).

Robuste Einkommensentwicklung und aufgestaute Kaufkraft

Deutsche Haushalte verfügen noch über aufgestaute Kaufkraft 17



Quelle: Deutsche Bundesbank

Die erwartete Erholung des privaten Verbrauchs dürfte in den Jahren 2022 (6,6%) und 2023 (3,5%) neben der Aufhellung der Pandemielage vor allem von der günstigen Arbeitsmarktentwicklung getrieben werden. Die Arbeitslosenquote dürfte auf 5,2% zurückgehen (2021: 5,7%) und damit nur noch knapp $\frac{1}{4}$ %-Pkt. über dem Vorpandemie-Niveau liegen. In Kombination mit einer kräftigen Einkommensentwicklung (Effektivverdienste je Arbeitnehmer 2022: 3,5%, 2023: 3,5%) wird dies die Konsummöglichkeiten der privaten Haushalte stützen. Auch die Renten werden trotz Wiedereinführung des sogenannten Nachholfaktors Mitte 2022 kräftig (Ost: 5,1%, West: 4,4%) ansteigen.

Zudem wurde die während der Pandemiewellen zusätzlich aufgestaute Kaufkraft bisher noch nicht in großem Umfang abgebaut. Sie dürfte sich immer noch auf ein Volumen von gut EUR 180 Mrd. belaufen. Zwar hat sich die Sparquote von den Lockdown-bedingten Rekordständen (2020 Q2: 20,3%; 2021 Q1: 19,0%) in den darauffolgenden Erholungsphasen wieder auf zuletzt 12,2% (2021 Q3) zurückgebildet, sie könnte aber im Winterhalbjahr 2021/22 erneut ansteigen. In der Erholungsphase der kommenden beiden Jahre dürfte sie allerdings auf durchschnittlich 10% fallen. Die privaten Haushalte dürften so einen Teil der kräftig gestiegenen Verbraucherpreise abfedern und zum anderen Käufe langlebiger Konsumgüter nachholen, die aufgrund der Lieferengpässe in 2021 nicht verfügbar waren.

Trotz zuletzt leichter Normalisierung lagen allein die Bestände an Bargeld und Einlagen der privaten Haushalte in Q2 2021 (letzter Datenstand: EUR 2.975,1 Mrd.) rund 8% über Vorjahresniveau.

Inflation frisst nominale Einkommensgewinne

Allerdings wird die reale Kaufkraft der privaten Haushalte vom kräftigen Anstieg der Verbraucherpreise (VPI 2021: 3,1%) geschmälert, sodass die real verfügbaren Einkommen im laufenden Jahr gut 1% sinken dürften. Auch im Jahr 2022 erwarten wir eine deutlich über dem EZB-Ziel liegende Inflationsrate von 2,9%.

Wenn sich die wirtschaftliche Erholung in 2022 (BIP: +4,0%) wie von uns erwartet realisiert, werden sowohl die Lohnsumme als auch die Unternehmens- und Vermögenseinkommen kräftig anziehen. Die verfügbaren Einkommen der Haushalte dürften um knapp 5% zulegen, wovon in realer Rechnung noch ein Plus von gut 1% übrigbleibt.

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

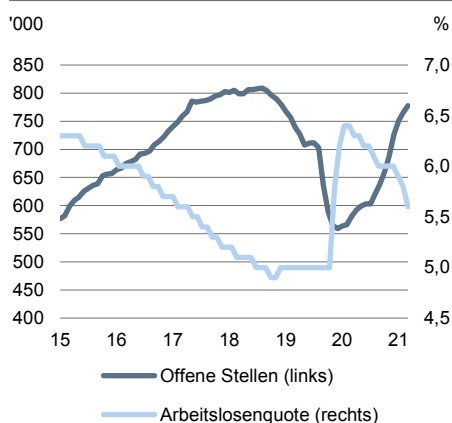


Deutscher Arbeitsmarkt lässt die Krise hinter sich

- Der deutsche Arbeitsmarkt erholt sich Ende 2021 weiter. Der kräftige Rückgang der Arbeitslosigkeit wird von der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung getragen. Mit der anhaltenden wirtschaftlichen Erholung dürfte sie 2022 um gut 1% (360.000) wachsen und auch 2023 knapp 0,6% (200.000) zulegen. Die Erwerbstätigkeit insgesamt wird in Q3 2022 das Vorkrisenniveau überschreiten.
- Tarifverhandlungen großer Branchen werden erst spät im Jahr 2022 beginnen und möglicherweise erst 2023 zu einem Abschluss führen. Im Jahr 2022 dürften die Tariflöhne um gut 2% steigen (2021: 1,5%). Die Effektivverdienste je Arbeitnehmer könnten jedoch um gut 3,5% zulegen, bedingt durch den Rückgang der Kurzarbeit und höhere außertarifliche Zahlungen.
- Ein Mindestlohn von EUR 12 pro Stunde im Jahr 2022 würde die Lohnkosten um etwa 3 %-Pkt. erhöhen. Gegenwärtig steht noch kein explizites Datum fest, er könnte aber bereits 2022 angehoben werden. Fast 7,9 Mio. (23%) der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten verdienten 2019 in ihrem Hauptberuf weniger als EUR 12 pro Stunde.

Deutscher Arbeitsmarkt mit kräftiger Erholung im Jahresverlauf 2021

18



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Kräftiger Beschäftigungsaufbau in 2021 – Erwerbstätigkeit dürfte Vorkrisenniveau im Jahr 2022 überschreiten

Dank des Aufschwungs im Sommerhalbjahr 2021 ist der deutsche Arbeitsmarkt auch zum Jahresende 2021 weiter auf Erholungskurs. Von Juli bis November (akt. Daten für H2) ging die Arbeitslosigkeit saisonbereinigt um kräftige 252.000 Personen zurück, sodass die Quote im Gesamtjahr 2021 bei 5,7% (2020: 5,9%) liegen wird. Angesichts der günstigen Ausgangslage für das kommende Jahr, dürfte die Arbeitslosenquote in 2022 bei 5,2% liegen, selbst wenn es in Q1 aufgrund der Pandemieentwicklung zu einem leichten Anstieg kommen sollte. Im Jahresdurchschnitt 2023 könnte die Arbeitslosenzahl dann auf 2,26 Mio. (2022: 2,36 Mio., 2021: 2,61 Mio.) sinken, und damit das Niveau des Vorkrisenjahres 2019 (2,27 Mio.) leicht unterschreiten. Die Arbeitslosenquote dürfte dann bei 5,0% liegen.

Der kräftige Rückgang der Arbeitslosigkeit wurde bislang vom Aufbau der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung getrieben. Im September 2021 (letzte Daten) lag sie 0,6% oder 195.000 Arbeitnehmer über dem Vorpandemieniveau (Feb. 2020). Mit der fortgesetzten wirtschaftlichen Erholung dürfte die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung im Jahr 2022 um gut 1% (360.000) zulegen und auch im Jahr 2023 ein Plus von knapp 0,6% (200.000) markieren. Der bereits gegenwärtig vorhandene Fachkräftemangel dürfte den Effekt des kräftigen Wirtschaftswachstums noch verstärken.

Die Zahl der ausschließlich geringfügig Beschäftigten, deren Einkommen in sogenannten Minijobs EUR 450 pro Monat nicht übersteigt, hat sich in diesem Jahr bis September saisonbereinigt lediglich um rund 67.000 Personen erhöht. Im Vorjahresvergleich schrumpften diese Beschäftigungsverhältnisse jedoch um 107.000 Personen, auf 4,152 Mio.

Von den verschiedenen Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie wurden insbesondere viele Selbstständige hart getroffen. Laut Statistischem Bundesamt ist deren Zahl von Q4 2019 bis Q3 2021 um 190.000 auf gut 3,39 Mio. zurückgegangen. Trotz der jüngsten konjunkturellen Erholung hat sich der negative Trend im laufenden Jahr nur wenig abgeschwächt. Im kommenden Jahr dürfte sich die Lage stabilisieren und dann bis 2023 auf 3,97 Mio. zulegen, aber das Niveau von 2019 (4,15 Mio.) noch nicht erreichen.

Arbeitsmarktfrühindikatoren deuten auf nachlassende Dynamik im Winter

19

Standardisierte Werte



Quellen: ifo Institut, IAB, IHS Markit, Deutsche Bank Research



Im Gegensatz dazu dürfte die Zahl der Minijobber vor allem im kommenden Jahr kräftig (+100.000 auf 4,21 Mio.) anziehen, wenn sich der Dienstleistungs- und insbesondere der Tourismusbereich weiter erholt. Wenn unsere Prognose der Wirtschaftsentwicklung eintritt, könnte deren Zahl im Jahr 2023 ein weiteres Plus von etwa 25.000 verzeichnen. Mit rund 4,25 Mio. Arbeitnehmern würde das Niveau dann aber immer noch gut 300.000 unter dem des Jahres 2019 (knapp 4,58 Mio.) liegen.

Insgesamt lag die Erwerbstätigenzahl im Oktober bei 45,04 Mio. (sb.) und damit noch knapp 0,9% oder 388.000 unter dem Vorpandemieniveau. Im kommenden Jahr dürfte sie um gut 1% zulegen und das Vorkrisenniveau ab Q3 übertreffen. Mit knapp 45,37 Mio. würde die Erwerbstätigenzahl etwa 100.000 Personen über dem Stand Jahres 2019 liegen. Im Jahr 2023 dürfte die Erwerbstätigkeit dann nochmals auf 45,66 Mio. zulegen.

Sprunghafte Anhebung des Mindestlohns dürfte Erholung der Minijobs bremsen

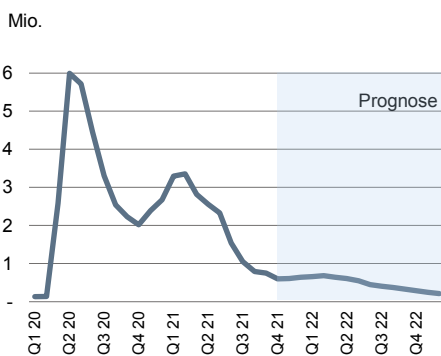
Die geplante Anhebung des Mindestlohns auf EUR 12 dürfte eine wichtige Rolle bei der Erholung der Minijobs spielen. Analysen zu den Arbeitsmarkteffekten des deutschen Mindestlohns weisen darauf hin, dass es nach seiner Einführung zu Anpassungen über eine Arbeitszeitreduktion kam.¹ Angesichts der großen Wirkungsbreite der geplanten außerordentlichen Anhebung sind ähnliche Effekte nicht auszuschließen. Abgesehen davon würde die bisherige Verdienstgrenze von EUR 450 pro Monat nun eher erreicht werden. Daher hat die neue Regierung geplant, diesen Betrag auf EUR 520 pro Monat anzuheben, um eine Reduzierung der Arbeitszeit seitens der Arbeitnehmer zu verhindern. Die neue Obergrenze würde einer Wochenarbeitszeit von 10 Stunden zu den neuen Mindestlohnbedingungen entsprechen.

Auf der anderen Seite stehen die Unternehmen – vor allem Dienstleister und Gastgewerbe –, die in der Erholungsphase nach der Krise dann mit einem sprunghaften Anstieg der Personalkosten konfrontiert sein würden. Die bislang von der Mindestlohnkommission beschlossenen Anpassungsschritte (2022: EUR 9,82 und EUR 10,45) waren im Vergleich geringer und über einen größeren Zeitraum verteilt. Aufgrund der vorhersehbaren Erhöhungen und des allgemein günstigen wirtschaftlichen Umfeldes in den Jahren nach der Einführung des Mindestlohns (2015) gab es keine wesentlichen negativen Beschäftigungseffekte.² Da jedoch während der Pandemie viele betroffene Beschäftigungsverhältnisse abgebaut wurden, ist es fraglich, ob sie nun bei einer plötzlichen Personalkostensteigerung zumindest in gleichem Umfang wieder geschaffen werden. Dieser strukturelle Unterschied zu den Vorjahren bleibt häufig im Hintergrund. Zudem ist es sehr wahrscheinlich, dass die Unternehmen die gestiegenen Kosten an die Endverbraucher weitergeben werden.³ Eine Erholung der Zuwanderung würde den Kostendruck graduell verringern.

Kurzarbeit bleibt Rettungsanker für den Arbeitsmarkt

Die unterschiedliche Lage bei den zuvor erörterten Erwerbsformen wird auch maßgeblich von der Möglichkeit zur Kurzarbeit bestimmt. Nur sozialversiche-

Kurzarbeit im Sommer 2021 kräftig gesunken, in Q4 jedoch leichter Anstieg 20



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, ifo Institut, Deutsche Bank Research

¹ Burauel, Patrick, Marco Caliendo, Markus M. Grabka, Cosima Obst, Malte Preuss und Carsten Schröder (2020). The impact of the minimum wage on working hours. Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik 240(2–3), 233–267.

² Für einen erörternden Überblick, vgl: Knabe, Andreas, Ronni Schöb und Marcel Thum (2020). Bilanz nach fünf Jahren: Was hat der gesetzliche Mindestlohn gebracht? ifo Schnelldienst 4 / 2020 73. Jahrgang 15. April 2020.

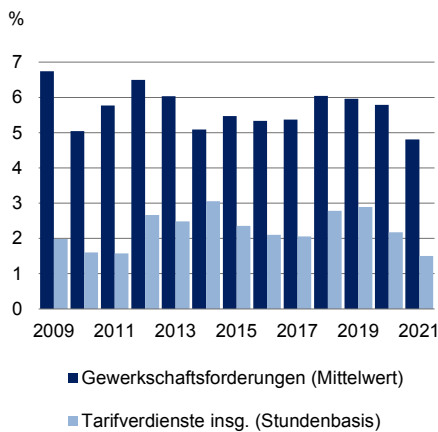
³ Link, Sebastian, (2018). The price and employment response of firms to the introduction of minimum wages. CESifo working paper no. 7575.



rungspflichtig Beschäftigte können diese Regelung in Anspruch nehmen, so dass Unternehmen in temporären Phasen der Unterauslastung (bspw. infolge des Chipmangels in der Autoindustrie) auf Entlassungen verzichten können. Damit entfallen auch langwierige Such- und Einstellungsprozesse. Nach einem erneuten Lockdown-bedingten Anstieg in Q1 2021 (Feb: 3,36 Mio.) ging die Kurzarbeit bis Anfang Q4 stetig auf ca. 600.000 zurück. Materialmangel in der Industrie führte dann jedoch zu einem erneuten leichten Anwachsen. Bedingt durch die Pandemieentwicklung sind in den Wintermonaten auch wieder Zuwächse aus dem Dienstleistungs- und Gastronomiebereich im Umfang von etwa 150.000 Personen zu erwarten. Saisonale Faktoren und eine Entspannung der Lieferengpässe dürften ab Q2 2022 erneut zu einem spürbaren Rückgang der Kurzarbeit führen. In der zweiten Jahreshälfte könnte sie dann bei durchschnittlich 300.000 Personen liegen.

Tarifverhandlungen großer Beschäftigungsgruppen erst in der zweiten Jahreshälfte 2022

Gewerkschaftsforderungen und Tariflohnentwicklung im Vergleich 21



Quellen: WSI Tarifarchiv, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Für die Entwicklung der Löhne und Gehälter im Jahr 2022 wird neben den Rahmenbedingungen, wie der Kapazitätsauslastung in den einzelnen Branchen oder eher strukturellen Aspekten, auch der Zeitpunkt der Tarifverhandlungen eine große Rolle spielen. So werden die Verhandlungen in der gewichtigen Metall- und Elektroindustrie erst Anfang des 4. Quartals beginnen. Das Gleiche gilt für die Beschäftigten im öffentlichen Dienst bei Bund und Gemeinden oder in der Zeitarbeitsbranche. Diese Abschlüsse dürften sich erst auf das Jahr 2023 auswirken.

Tarifverhandlungen in ausgewählten* Branchen 22

Tarifbereich	Kündigungstermin	Arbeitnehmer
Privates Verkehrsgewerbe (Niedersachsen, Hessen)	31.12.2021	140.300
Versicherungsgewerbe	31.01.2022	169.600
Druckindustrie	31.01.2022	124.800
Chemische Industrie	31.03.2022	581.400
Maler- und Lackiererhandwerk (o. Saarland)	31.05.2022	122.900
Metall- und Elektroindustrie	30.09.2022	3.812.900
Privates Verkehrsgewerbe (Bayern)	30.11.2022	132.500
Volkswagen AG	30.11.2022	102.000
Öffentlicher Dienst (Bund und Gemeinden)	31.12.2022	2.712.000
Zeitarbeit (BAP und iGZ)	31.12.2022	835.000
Bewahrungsgewerbe (verschiedene Regionen)	31.12.2022	151.900
Deutsche Post AG	31.12.2022	140.000

*Verhandlungen für mehr als 100.000 tariflich gebundene Beschäftigte

Quellen: WSI-Tarifarchiv, Deutsche Bank Research

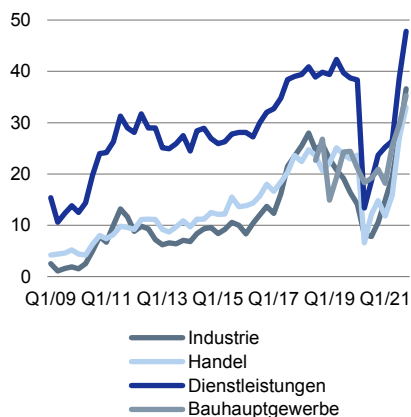
Die Entwicklung der Tariflöhne im Jahr 2022 wird also weitgehend durch die bestehenden Abschlüsse, der jeweils vorangegangenen Verhandlungsrunden bestimmt. Je Arbeitnehmer dürften sie um gut 2% steigen (2021: 1,5%). Die Effektivverdienste je Arbeitnehmer – ohne eine Erhöhung des Mindestlohns auf EUR 12 – könnten hingegen sogar um gut 3,5% zulegen. Der Anstieg wird durch den Rückgang der Kurzarbeit und höhere außertarifliche Zahlungen im Zuge der wirtschaftlichen Erholung getrieben. Sollte die außerordentliche Anhebung des Mindestlohns bereits im kommenden Jahr erfolgen und die zu erwartende negative Reaktion der Arbeitszeiten begrenzt ausfallen, könnte dies die Effektivverdienste pro Person im Jahr 2022 um zusätzliche knapp 0,5 %-Punkte anheben.⁴

⁴ Der Koalitionsvertrag nennt zwar kein explizites Umsetzungsdatum, aber wir gehen davon aus, dass dies im Jahr 2022 der Fall sein wird. Eine grobe Abschätzung des einmaligen Schocks auf



Rekordhoher Fachkräftemangel belastet deutsche Unternehmen 23

Anteil der Unternehmen mit Fachkräftemangel in % (Salden)



Quellen: ifo Institut, KfW research

Für die anstehenden Tarifverhandlungen ist zu erwarten, dass sich die jüngsten Erfahrungen erhöhter monatlicher Inflationsraten auch in den Lohnforderungen niederschlagen werden. Darauf deuten z.B. die ersten Ankündigungen der Gewerkschaft in der chemischen und pharmazeutischen Industrie (IG BCE). Im Vorfeld der Verhandlungen, die am 21. März 2022 beginnen könnten, fordert die IG BCE eine Lohnsteigerung über der Inflationsrate, ohne bisher weitere Details zu nennen. Ähnlich ambitionierte Lohnforderungen sind auch in den anderen Branchen zu erwarten. Daher dürften die Tariflöhne im Jahr 2023 knapp 3% zu liegen. Die Effektivverdienste je Arbeitnehmer dürften hingegen um gut 3,5% steigen. Somit wird die Lohnrift auch in den kommenden beiden Jahren (2021: 1,8 Pp., 2022: 1,5 Pp., 2023: 0,6 Pp.) spürbar positiv ausfallen. Darin spiegelt sich die hohe Nachfrage nach (qualifizierten) Arbeitskräften im Zuge des wirtschaftlichen Aufschwungs wider und ist damit ein Indiz für die angespannte Lage auf dem deutschen Arbeitsmarkt. In der weiteren Entwicklung ist eine Lohn-Preis-Spirale nicht auszuschließen.

Infolge der deutlich verbesserten Arbeitsmarktsituation macht sich der Fachkräftemangel wieder stärker bemerkbar. Vor allem im Dienstleistungssektor klagen die Unternehmen über Arbeitskräftemangel, aber auch in der Industrie und natürlich in der boomenden Bauwirtschaft werden qualifizierte Arbeitskräfte gesucht. Dementsprechend dürfte die Verhandlungsposition der Arbeitnehmer weiter gestärkt werden.

EUR 12 Mindestlohn pro Stunde dürfte Lohnkosten um etwa 3 %-Pkt. erhöhen

Bislang stehen ein genauer Termin und etwaige Details zur Ausgestaltung der geplanten Anhebung des allgemeinen Mindestlohns auf EUR 12 noch aus. Wir erwarten, dass die Einführung im Jahr 2022 erfolgen wird. Zuvor hatte die Mindestlohnkommission lediglich eine zweistufige Erhöhung von EUR 9,60 auf EUR 10,45 geplant. Nach den Einkommensdaten des SOEP verdienten im Jahr 2019 rund 7,9 Mio. (23%) der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten in ihrem Hauptberuf weniger als EUR 12 pro Stunde. Davon waren 3,4 Mio. vollzeitbeschäftigt und 4,5 Mio. arbeiteten in Teilzeit. Nach einer Analyse der Hans-Böckler-Stiftung⁵ dürften auch rund 1,3 Mio. nebenberuflich Angestellte weniger als EUR 12 verdienen. Insgesamt dürfte die außerordentliche Erhöhung gut 9 Mio. Arbeitnehmer betreffen, von denen viele nur Teilzeit oder geringfügig in Minijobs beschäftigt sind. Unter Berücksichtigung der tatsächlichen Arbeitszeiten und der derzeitigen Lohnverteilung zwischen EUR 10 und 12 könnte eine Anhebung des Mindestlohns auf EUR 12 in einem einmaligen Schritt die Arbeitskosten der Gesamtwirtschaft um etwas mehr als 3 %-Pkt. im Jahr 2022 anheben. Mittelfristig dürfte sich diese Anhebung des Mindestlohns auch auf die Struktur am unteren Ende des Tariflohngefüges auswirken und dort einen Aufwärtsdruck erzeugen, um den Lohnabstand wiederherzustellen. Eine Überschlagsrechnung deutet darauf hin, dass, wenn alle von der Mindestlohn-Erhöhung betroffenen Arbeitnehmer einen Lohnanstieg von gut 20% (von EUR 9,82 auf EUR 12) erfahren und sich dann die Lohnverteilung gleichmäßig nach oben verschiebt, dies mittelfristig insgesamt zu einem zusätzlichen durchschnittlichen Lohnwachstum von 1,5 bis 2,0 %-Pkt. führen könnte.

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

die Lohnkosten, den wir weiter unten erörtern, wird durch das genaue Umsetzungsdatum nicht beeinflusst.

⁵ Pusch, Toralf (2021). 12 EURO Mindestlohn. Policy Brief WSI Nr. 62, 10/2021.

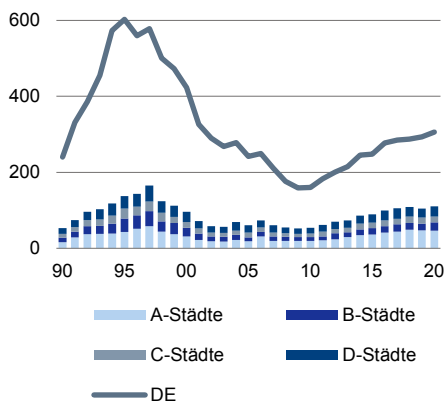


Ausblick 2022: Neue Realitäten

1990-2020 Baufertigstellungen

24

Anzahl der Wohnungen in '000



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Wohnungsmarkt: Noch kein Ende des Booms

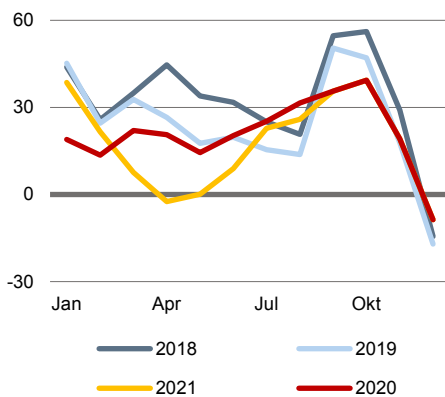
Der Boom geht wie erwartet ungebrochen weiter. Nachfrageseitig schwächt sich in den Lockdown-Monaten die Zuwanderung kräftig ab. Insgesamt dürften im Jahr 2021 rund 250.000 Menschen netto eingewandert sein, wodurch die Einwohnerzahl nur leicht zugelegt haben dürfte. Auf der Angebotsseite dürfte der Personal- und Materialmangel den Neubau gebremst haben. Wir erwarten aber, dass die Zahl der fertiggestellten Wohnungen wie im Jahr 2020 bei über 300.000 liegt. Der Nachfrageüberhang im Wohnungsmarkt sollte damit erneut deutlich zurückgegangen sein.

Die Hauspreise haben im Jahr 2021 zweistellig zugelegt. Weiterhin hinkt das Mietwachstum deutlich hinterher und die Mietrenditen fallen weiter. Die bundesweite durchschnittliche anfängliche Bruttomietrendite liegt immer noch bei rund 4% pro Jahr. Jedoch dürften die Finanzierungskosten steigen. Die Bundrenditen dürften im Laufe des Jahres 2022 positiv notieren und wir erwarten, dass die 5-10-jährigen Hypothekenrenditen gegen Jahresende 2022 bei 1,45% pro Jahr liegen (jüngster Wert im Oktober: 1,10%). Damit bleiben Investitionen in den deutschen Wohnungsmarkt interessant, sie verlieren aber an Attraktivität.

Nettozuwanderung pro Monat

25

in '000



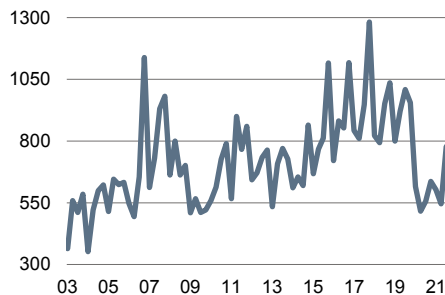
Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Zudem wird – wie bereits in unserem Wohnungsmarktausblick 2021 vom März beschrieben – aufgrund der Klimapolitik die Nettomietrendite fallen. Der Koalitionsvertrag legt nahe, dass Vermieter vermutlich rund die Hälfte des CO₂-Preises tragen. Weiterhin plant die neue Regierung konkrete Vorgaben für den Einbau von Heizungen in Neubauten und bei Modernisierungen. Diese Maßnahmen werden aber wohl nicht ausreichen, die sehr ambitionierten Klimaziele im Gebäudesektor zu erreichen. Die Emissionen sollen von 118 Mio. Tonnen CO₂-Äquivalent im Jahr 2020 auf 67 Mio. Tonnen im Jahr 2030 sinken. Dieser Reduktion um mehr als 40% steht ein Rückgang von nur rund 5% in den letzten fünf Jahren gegenüber. Im Jahr 2022 könnten weitere Belastungen beschlossen werden. Das Zyklusende rückt folglich näher. Wir halten es weiterhin für plausibel, dass der Preiszyklus im Jahr 2024 seinen Höhepunkt erreicht.

Büromarkt der sieben Metropolen: Flächenumsatz

26

in '000 Quadratmeter pro Quartal



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

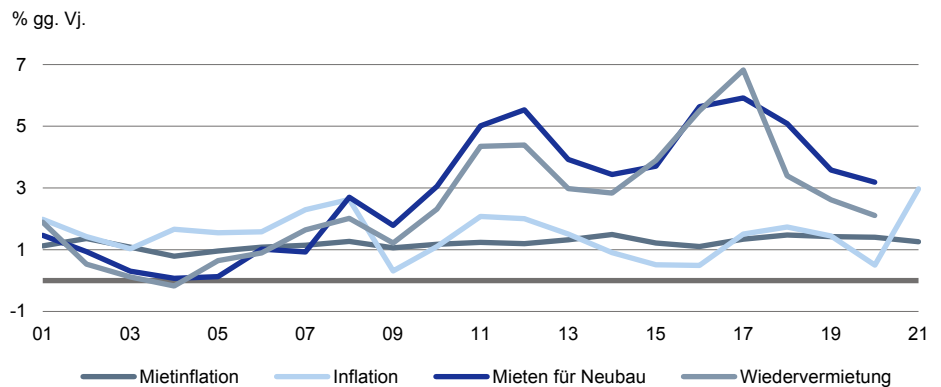
Büromarkt: Delle, aber Abgesang ist verstummt

In den Metropolen erhöhten sich die Leerstandsdaten im Jahr 2021 um etwa einen ¼-Prozentpunkt auf rund 4,5%. Die partielle Normalisierung des Flächenumsatzes im Laufe des Jahres 2021 deutet aber bereits an, dass der Abgesang auf das stationäre Büro zu früh erfolgte. Hybride Arbeitsmodelle dürften künftig die Regel sein. Sowohl Arbeitgeber als auch Arbeitnehmer schätzen flexible Lösungen und ebenso den direkten technikefreien Austausch nach den vielen Homeoffice-Monaten. Entsprechend fiel laut ifo die Homeoffice-Quote von fast 32% in den Lockdown- auf rund 25% in den Sommermonaten 2021. Damit lag sie in etwa auf dem Vorkrisenniveau. Mit sinkenden Infektionszahlen im Frühjahr 2022 dürfte die Flächennachfrage wieder anziehen und sich allmählich ein neues Gleichgewicht einstellen. Hierzu tragen womöglich auch erste Auswirkungen der anstehenden Verrentung der Babyboomer-Generation bei. Arbeitnehmer dürften in diesem Umfeld tendenziell an Marktmacht gewinnen und qualitativ höherwertigere und größere Büros einfordern. So erwarten wir für das Jahr 2022 nur noch einen leichten Anstieg der Leerstandsrate, einen weiter anziehenden Flächenumsatz und etwas höhere Mieten. Die Preise dürften kräftiger als die Mieten zulegen, da die bundesweiten Bürorenditen von rund 5% in zentralen und 7% in dezentralen Lagen aufgrund des Niedrigzinsumfeldes weiterhin attraktiv sind.



Mieten und Inflation

27



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

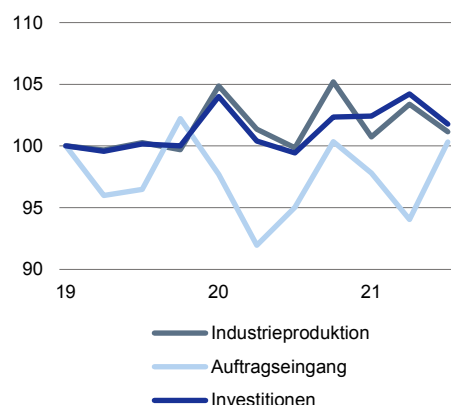
Gewerbeimmobilien bieten einen Inflationsschutz, Wohnimmobilien bestenfalls bedingt

Über den gesamten Zyklus seit dem Jahr 2009 wuchsen die Mieten im Bestand mit rund 1,3% pro Jahr sehr verhalten. Die Wiedervermietungs- und die Mieten für neue Objekte erhöhten sich dagegen um mehr als 50%. Doch auch dort fiel das Mietwachstum in den letzten Jahren. So lag es im Jahr 2020 bei nur noch etwas über 2% und diese Entwicklung dürfte sich im Jahr 2021 fortgesetzt haben. Inflationsbereinigt erwarten wir eine Stagnation für neue Objekte und voraussichtlich sogar sinkende Wiedervermietungs- und Mieten für neue Objekte. Auch künftig dürften weitere Mieterhöhungen schwierig durchzusetzen sein. So wird die Ampelkoalition den Betrachtungszeitraum für die Berechnung der ortsüblichen Miete verlängern und die Kappungsgrenze reduzieren. Ebenso wird die Mietpreisbremse verlängert. Neben dieser regulatorischen Verschärfung erschwert vielerorts das gesamtgesellschaftliche Klima die Durchsetzung von höheren Mieten. Vor diesem Hintergrund würde eine dauerhaft hohe Inflation vermutlich größtenteils vom Vermieter getragen werden. Schutz bieten Index- und Staffelmietverträge, die im deutschen Markt jedoch eher die Ausnahme sind. Im Gewerbeimmobilienmarkt dagegen sind diese Vertragsformen die Regel. Gewerbeimmobilien bieten also generell einen deutlich höheren Inflationsschutz als Wohnimmobilien. Auch eine höhere Verschuldung kann vor Inflation schützen. Angesichts unserer Prognose, dass der Hauspreiszyklus auf seinen Gipfel zusteuert, dürfte diese Strategie – die in den letzten zwölf Jahren ja meist erfolgreich war – jedoch zunehmend riskant werden. Für Bestandsobjekte mit niedrigem Beleihungswert kann eine höhere Verschuldung aber ein effektiver Inflationsschutz sein.

Q1 2019 bis Q3 2021 Bausektor: Konjunkturlage

28

2019 Q1 = 100, saison- und kalenderbereinigt



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Bauinvestitionen: Gewerbebau dürfte einbrechen

Die Baubranche verzeichnet weiterhin eine hohe Nachfrage. Der ifo-Geschäftsklimaindex des Bauhauptgewerbes hat sich von seinen Tiefs im Jahr 2020 kräftig erholt und liegt genauso wie die Kapazitätsauslastung nahe den Höchstständen (~95%-Perzentil). Die Reichweite des Auftragsbestandes erreichte mit 4,7 Monaten im November ein neues Allzeithoch. Dies dürfte ein Resultat sowohl der hohen Nachfrage als auch der Angebotsengpässe sein. Im Jahr 2021 beklagten ungewöhnlich viele Unternehmen einen Personal- und Materialmangel, was das relativ verhaltene Wachstum bei Auftragseingängen, Industrieproduktion und Bauinvestitionen erklären dürfte. Viele Unternehmen haben wohl ihre Lagerbestände aufgebaut und verstärken somit die Engpässe. Solange die Corona-Krise nicht überwunden ist, dürften Lieferketten weiterhin fragil bleiben. Ebenso dürften die ungewöhnlich kräftigen Konjunkturschwankungen und somit



Ausblick 2022: Neue Realitäten

2019-2023: Bauinvestitionen

29

in % gegenüber Vorjahr

Jahr	Wohnungs- bau	Gewerbe- bau	Öffentlicher Bau	Bau- investitionen
2019	1,5	0,3	0,7	1,1
2020	2,5	-1,5	4,0	1,6
2021P	2,2	1,5	-3,3	1,4
2022P	1,9	0,9	1,1	1,6
2023P	2,6	2,6	2,5	2,6

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

die Lagerhaltung nach dem Vorsichtsprinzip fortbestehen. Deshalb erwarten wir, dass die Engpässe noch weit in das Jahr 2022 bremsen und erst im Jahr 2023 völlig überwunden sind. Die Bauinvestitionen dürften um 1,6% im Jahr 2022 und 2,6% im Jahr 2023 zulegen. Neben den Engpässen bei Arbeit und Material wird das Wachstum im Jahr 2022 auch durch den Gewerbebau und den öffentlichen Bau gebremst, die jeweils um rund 1% wachsen dürften. Im Gewerbebau dürften die Investitionen im Büro- und Hotelbau vermutlich schrumpfen, wenngleich die amtliche Statistik diese Untersektoren nicht extra ausweist. Im Jahr 2023 erwarten wir dann in beiden Teilsektoren wieder ein kräftigeres Wachstum von rund 2 ½%.

Trotz Bauboom kein Produktivitätsfortschritt

30

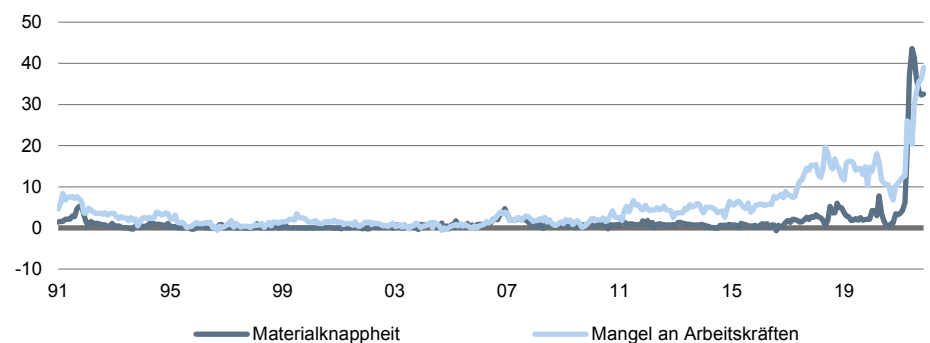
Bauprojekte stehen im Mittelpunkt vieler privater wie öffentlicher Investitionen. Aufgrund der großen Nachfrage ist seit dem Jahr 2009 der Umsatz im Baugewerbe um mehr als 60% und die Beschäftigtenzahl um mehr als 30% gestiegen. Zudem besteht in vielen Gewerken ein struktureller Fachkräftemangel. Ein lange anhaltender Nachfrageboom und Angebotsengpässe sind oft gute Vorzeichen für Investitionen und andere Maßnahmen zur Steigerung der Produktivität. Im Bau ist sowohl die Produktivität pro Arbeitsstunde als auch pro Beschäftigtem seit der Wiedervereinigung aber nahezu unverändert. Durch die Finanz- und Corona-Krise ist jeweils ein überraschend merklicher Anstieg, der auf Entlassungen und eine kräftig gestiegene Bauaktivität zurückzuführen ist, zu verzeichnen. Zudem gibt es zwar viele Bemühungen, die Digitalisierung auch im Bausektor voranzutreiben. Diese dürften sich aber bestenfalls mit jahrelanger Verzögerung in volkswirtschaftlichen Aggregaten niederschlagen. Besteht das geringe Produktivitätswachstum fort, dann bleibt nur eine massive Ausweitung der Zahl der Beschäftigten, um das Bauvolumen zu erhöhen. Das altersbedingte Schrumpfen der Erwerbsbevölkerung trifft den Sektor besonders hart. In den letzten 15 Jahren waren im Bauhauptgewerbe durchweg mehr Rentenabgänge als Auszubildende im ersten Lehrjahr zu verzeichnen. Gleiches dürfte für das Ausbaugewerbe gelten. Da die Zahl der Renteneintritte in den nächsten Jahren zunehmen dürfte, kommt der Zuwanderung von Arbeits- und Fachkräften eine noch größere Bedeutung als bisher zu. Bereits in der vergangenen Dekade ist der Anteil der ausländischen Beschäftigten von rund 8% auf über 20% angestiegen. Jedoch erfordert die Eingliederung in eine neue Arbeitsumgebung mit sprachlichen und kulturellen Barrieren Zeit. Die Zahl der Beschäftigten dürfte daher weiterhin nur sehr allmählich wachsen. Die hier beschriebenen Restriktionen und Hemmnisse erklären die hohe Zahl von Unternehmen, die einen Personalmangel beklagen. Im November meldeten laut ifo-Umfrage fast 40% der Unternehmen einen Mangel an Arbeitskräften (historisches Mittel 1991-2021: rund 2%). Damit übertrifft der Anteil der Unternehmen mit Personalmangel sogar den Anteil der Unternehmen mit Materialknappheit.

Quelle: Deutsche Bank Research

ifo: Bau-Umfrage: Personal- vs. Materialmangel

31

Anteil der Ja-Meldungen in %, saisonbereinigt



Quellen: ifo, Deutsche Bank Research

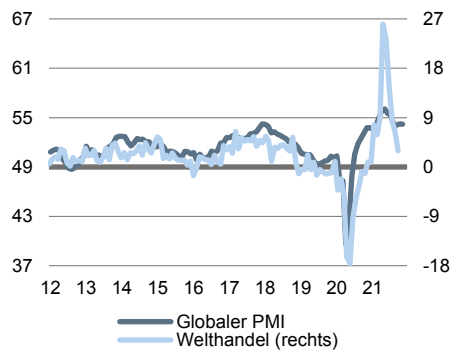
Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)



Welthandel vs. globaler PMI und US-Einkaufsmanagerindex: ISM

32

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

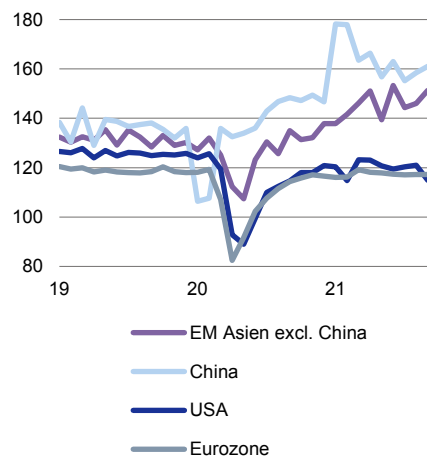


Quellen: IHS Markit, ISM, CPB, Deutsche Bank Research

2019-2021: Welthandel preisbereinigt

33

2005=100



Quellen: CPB, Deutsche Bank Research

Welthandel, Welt-BIP und deutsche Güterexporte

34

% gg. Vj.



Quellen: CPB, Deutsche Bank Research

Außenhandel: Erste Indizien für eine größere Bedeutung kontinentaler Wertschöpfungsketten

- Momentan bremsen die Deltavariante (bzw. Omikron) und die Lieferengpässe den Welthandel. Im Jahr 2022 gewinnt er voraussichtlich erst im Laufe des Jahres an Schwung. Gleiches gilt für die deutschen Exporte, welche unseren Prognosen nach jedoch trotzdem überdurchschnittlich wachsen werden.
- Zahlreiche Argumente sprechen für den Ausbau von kontinentalen zulasten globaler Wertschöpfungsketten. Das kräftige Exportwachstum nach Polen und Italien im Jahr 2021 könnte ein erstes Indiz sein.

Nach dem historischen Einbruch im Frühjahr 2020 hievte die massive Aufholbewegung den realen Welthandel im Sommer 2021 auf ein neues Allzeithoch, wodurch er im Jahresdurchschnitt um mehr als 9% zulegte. Dies ist das kräftigste Wachstum seit der Finanzkrise. Jedoch wurde es in der zweiten Jahreshälfte von der Deltavariante und zahlreichen Lieferengpässen gebremst. Dabei gab es große regionale Unterschiede. So lahmt der Welthandel insbesondere im Westen, in Asien dagegen wuchs er sehr dynamisch. Womöglich ist diese Entwicklung auch eine Folge der Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP), der größten Freihandelszone der Welt, welche Ende 2020 von 13 südostasiatischen Ländern sowie Australien und Neuseeland beschlossen wurde und am 1. Januar 2022 in Kraft treten wird.

Die Exporte von Deutschland nach Asien profitieren hiervon jedoch nur geringfügig. Die nominalen Güterexporte nach China wuchsen im Jahr 2021 lediglich mit rund 8% ggü. Vorjahr, während wir nach der Corona-bedingten Stagnation im Jahr 2020 im letzten Dezember ein Plus von mehr als 13% prognostizierten. Unter den Top-10 Exportländern blieben auch die Exporte nach UK hinter unseren Erwartungen zurück. Trotz einer kräftigen Pfundaufwertung war das sechste Jahr in Folge ein Minus zu verzeichnen. UK ist am Ende des Jahres 2021 auf Rang 8 der wichtigsten Exportländer abgerutscht (2015: Rang 3). Positiv überraschten dagegen Italien und Polen. Für beide Länder erwarteten wir jeweils ein Exportwachstum von rund 8%, tatsächlich dürfte es fast doppelt so hoch ausfallen.

Wenngleich diese Jahreswerte nur Momentaufnahmen sind, spiegeln sie aus unserer Sicht auch den langfristigen Trend hin zu kontinentalen Wertschöpfungsketten wider. Viele Argumente sprechen für deren Ausbau zulasten globaler Wertschöpfungsketten: geringere Anfälligkeit in Krisenzeiten, geringere Transportkosten, die Einführung von Klimazöllen durch die EU (Carbon Border Adjustment Mechanism), Kontrollpflichten durch verschärfte Lieferkettengesetze, weitere ESG-Themen und handels- sowie geopolitische Spannungen. Darüber hinaus haben viele Unternehmer fast zwei Jahre lang ihre Arbeitnehmer, Fabriken und Büros in Südostasien zum Teil nicht besuchen können. Auch wenn digitale Technik die Zusammenarbeit über die Distanz erleichtert, empfinden viele Unternehmer dies als einen Kontrollverlust. Wir erwarten, dass diese Erfahrungen in künftige Investitionsentscheidungen zugunsten europäischer, womöglich insbesondere osteuropäischer Produktionsstandorte einfließen, auch wenn der Einfluss von Corona auf die Weltwirtschaft nachlassen wird.

2022: Exportwachstum verliert an Schwung

Für das Jahr 2022 prognostizieren wir ein Plus beim realen Welthandel von lediglich 3%. Der rückläufige Welthandel seit Sommer und die erst für das Frühjahr 2022 erwartete konjunkturelle Erholung erklären das verhaltene Wachstum. Die nominalen Güterexporte und -importe verlieren mit etwas mehr als 6% und

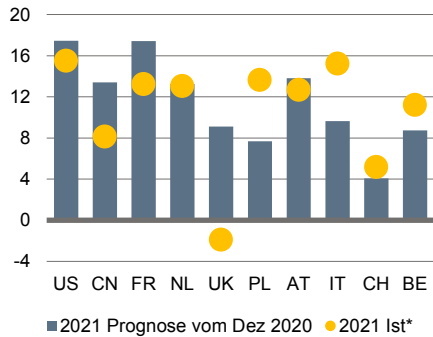


Ausblick 2022: Neue Realitäten

Top 10 Exportländer:
2021 Prognosen vs. Ist

35

% gegenüber Vorjahr



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

2020-2022: Warenexporte
Wachstum in % gg. Vj.

36

Regionen	2020	2021	2022
Welt	-9,1	11,0	6,3
Europa	-8,6	11,6	7,2
Amerika	-14,6	14,3	5,3
Asien	-5,9	6,2	4,1

Land	2020	2021	2022
US	-12,8	15,5	12,2
CN	-0,1	8,1	6,8
FR	-14,7	13,2	10,7
NL	-7,6	13,0	8,0
PL	-1,3	13,6	8,9
IT	-10,7	15,2	9,5
AT	-9,0	12,7	8,2
UK	-15,3	-1,9	-0,7
CH	-0,1	5,2	4,0
BE	-6,3	11,2	4,4
CZ	-11,0	17,1	8,9
ES	-14,9	15,1	10,1
HU	-8,6	15,1	9,4
SE	-6,5	9,9	5,9
RU	-13,0	12,4	4,9
TY	10,4	-1,6	2,4
DK	-3,8	10,9	5,7
RO	-5,9	15,4	12,3
JP	-15,8	6,8	0,6
KO	3,0	2,3	4,5

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

8% Wachstum ebenfalls an Schwung (2021: 11%, fast 15%). Die oben beschriebenen Entwicklungen im Jahr 2021 und die angeführten Überlegungen zu kontinentalen Wertschöpfungsketten fließen auch in unsere Prognose für das Jahr 2022 ein. So erwarten wir, dass die nominalen Güterexporte ins europäische Ausland mit über 7% besonders kräftig zulegen, während wir für die außereuropäischen Exporte lediglich ein Plus von rund 4% erwarten. Für die USA, unserem mit Abstand wichtigsten Exportmarkt, erwarten wir dagegen ein Wachstum von rund 12%, wobei gemäß unserem Prognosemodell rund ein Viertel dieses Wachstums auf die erwartete Aufwertung des Dollars auf 1,08 gegen den Euro im Verlauf von 2022 zurückgeht. Die Exporte nach China dürften aufgrund eines BIP-Wachstums von nur noch rund 5% mit lediglich 6,8% zulegen. Positiv gestimmt sind wir für die Exporte nach Frankreich, Italien und Spanien. Hier erwarten wir Wachstumsraten von rund 10%. Hohe Impfquoten und relativ niedrige und sinkende Arbeitslosenraten und die Auszahlungen aus der „Recovery Resilience Facility“ dürften dort die Wirtschaft ankurbeln. In Italien könnten zudem weitere Reformfortschritte Impulse setzen. Auch die Güterexporte in die Visegrad-Staaten, die als Absatzmarkt aggregiert bedeutender sind als die USA und auch als Südeuropa insgesamt, dürften aufgrund deren guter Konjunktur mit rund 9% ebenfalls kräftig anziehen.

Die Importpreise erreichten im Oktober 2021 mit einem Jahreswachstum von über 21% den höchsten Wert seit 1980. Unser auf Rohstoffpreisen basierendes Modell erklärt aktuell in etwa nur zwei Drittel des Preisanstiegs. Der Rest dürfte auf die Lieferengpässe zurückzuführen sein. Diese dürften bis weit in das Jahr 2022 fortbestehen. Ebenso dürfte die erwartete Dollaraufwertung die Importpreise erhöhen. Wir erwarten einen Anstieg der Importpreise um rund 8 ½%. Auch die Exportpreise dürften mit rund 5% deutlich anziehen. Trotz dieser Preisanstiege legen aufgrund der hohen globalen Nachfrage auch die realen Ex- und Importe mit jeweils rund 5 ½% kräftig zu (2021: jeweils mehr als 7%). Die Nettoexporte tragen somit unwesentlich zum BIP-Wachstum im Jahr 2022 bei.

2020-2022 Gesamtwirtschaftliche Prognose

37

in % ggü. Vorjahr, Ausnahmen*	2020	2021	2022
Nominale Güterexporte	-9,1	11,0	6,3
Nominale Güterimporte	-7,0	20,2	14,3
Exportpreise	-0,7	5,4	4,9
Importpreise	-4,3	12,3	8,4
Terms of Trade, *2019=100	103,8	97,4	94,3
Reale Exporte	-9,3	7,3	5,1
Reale Importe	-8,6	7,6	5,6
Nettoexporte, * in %-Punkten (Wachstumsbeitrag zum BIP)	-0,9	0,3	0,0

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Leistungsbilanzüberschuss in wenigen Jahren unter 6% des BIP

Der Leistungsbilanzüberschuss erreichte im Jahr 2015 sein Allzeithoch von 8,6% des BIP. Seither ist er tendenziell rückläufig, im Jahr 2021 dürfte sich der Überschuss auf rund 7% reduzieren. Der Abbau ist in den letzten sechs Jahren in etwa jeweils zur Hälfte auf die größere Wirtschaftskraft (nominales BIP im Nenner) und die geringeren Handelsbilanzüberschüsse zurückzuführen, wobei insbesondere die kräftig gestiegenen Güterimporte die Überschüsse reduzieren. Im Jahr 2021 trugen auch die stark gestiegenen Importpreise zu dieser Entwicklung bei. Auch strukturelle Faktoren implizieren einen weiteren Abbau der Überschüsse im Laufe der nächsten Jahre. Zum einen dürfte die Verrentungswelle und die sinkende Erwerbsbevölkerung die Exporte reduzieren und die Importe tendenziell weiter erhöhen. Zum anderen dürfte auch die Energiewende die Importe ankurbeln. So setzt Deutschland auf Sonnen- und Windenergie und insbesondere Photovoltaik-Anlagen müssen zum überwiegenden Teil importiert



werden. Ebenso dürften die Gasimporte zunehmen, denn Gaskraftwerke sollen als Brückentechnologie dienen, um frühzeitig Atom- und Kohlekraftwerke herunterfahren zu können. Folglich dürfte in den nächsten Jahren die Leistungsbilanz gemessen am BIP zum ersten Mal seit dem Jahr 2010 wieder unter die 6%-Schwelle fallen, deren Überschreiten laut den makroökonomischen Vorgaben der EU ein Indiz für ein gesamtwirtschaftliches Ungleichgewicht ist.

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

Fiskalpolitik: Ehrgeizige Ausgabenpläne und Festhalten an der Schuldenbremse führen zu offenen Finanzierungsfragen

- Auch 2022 wird die Pandemie noch das bestimmende Thema für die Fiskalpolitik sein. Nichtsdestotrotz sollte sich das Haushaltsdefizit der Bundesregierung per se deutlich verringern, weil sich die Konjunktur belebt und umfangreiche finanzielle Unterstützungsmaßnahmen allmählich auslaufen. Die ehrgeizigen Ausgabenpläne der neuen Regierung (ökologische Transformation, Digitalisierung) und die geplante Rückkehr zu den normalen Vorgaben für die Schuldenbremse im Jahr 2023 sorgen jedoch in Bezug auf die kurz- und mittelfristige Entwicklung des Staatshaushalts (also in den Jahren ab 2023) für neue Unsicherheiten. Sollten die großvolumigen Ausgabenpläne der neuen Regierung tatsächlich 1:1 – und ohne bedeutende Gegenfinanzierungsmaßnahmen (Einnahmenerhöhungen und/oder Ausgabenkürzungen an anderen Stellen) – umgesetzt werden, würden die Staatsausgaben und Finanzierungsdefizite im Vergleich zum bisherigen finanzpolitischen Kurs (der vorherigen Regierung) deutlich größer ausfallen.
- Um die Finanzierungslücke ohne Steueranhebungen zu schließen, will die neue Regierung andere Prioritäten bei den Staatsausgaben setzen, Steuervermeidung und Steuerflucht bekämpfen und die Digitalisierung im Bereich der öffentlichen Verwaltung beschleunigen. Da dies jedoch nicht zur Gegenfinanzierung der geplanten Zusatzausgaben ausreichen dürfte, beabsichtigt die neue Regierung, alle (verfassungs-)rechtlichen Möglichkeiten auszuzuloten, um die unter der Bundesschuldenbremse geltenden Kreditpielräume zu weiten.
- Insgesamt bleibt es jedoch abzuwarten, inwieweit die geplanten außerbudgetären Finanzierungen (durch öffentliche Unternehmen) sowie die Beanspruchung nicht ausgeschöpfter Kreditaufnahmereserven (aus den Pandemiehaushalten) ausreichen werden, um die ambitionierten Ausgabenpläne der Regierung mit den gegenwärtigen Finanzierungsmöglichkeiten (Entwicklung der Steuereinnahmen, Kreditaufnahmebegrenzung durch die Schuldenbremse) in Einklang zu bringen. Insbesondere die geplante Verschiebung umfangreicher Mittel in den neu zu gründenden Klima- und Transformationsfonds (KTF) wirft durchaus (verfassungs-)rechtliche Fragen auf.

Bundshaushalt: Beträchtliche Lächer und wenig Spielraum für neue Ausgaben

Die Pandemie hat den Bundshaushalt stark belastet. Allein in den drei Jahren von 2020 bis 2022 könnten insgesamt netto EUR 470 Mrd. an neuen Krediten aufgenommen werden, was zu einem Anstieg der Staatsverschuldung um 40% innerhalb von nur drei Jahren führen würde. Auch wenn der für 2021 bewilligte Nettokreditaufnahmespielraum von EUR 240 Mrd. bei Weitem nicht benötigt



werden dürfte – was sowohl wir als auch die anderen Institute in der Defizitprognose für das Jahr 2021 berücksichtigt haben –, dürfte die im Rahmen der Schuldenbremse festgelegte Obergrenze dennoch abermals deutlich überschritten werden.⁶

Außerdem dürfte die neue Regierung auch im Jahr 2022 in hohem Maße auf eine übermäßige Nettokreditaufnahme zurückgreifen (die Vorgängerregierung sah eine Nettokreditaufnahme von insgesamt EUR 100 Mrd. vor). Die Wiedereinhaltung der Schuldenbremse ab dem Jahr 2023 dürfte aufgrund bestehender (struktureller) Finanzierungslücken in der aktuell gültigen Finanzplanung⁷ und der Zusage, keine Steuererhöhungen und Sozialleistungskürzungen vorzunehmen, nicht ohne zusätzliche finanzpolitische Maßnahmen zu realisieren sein. Denn die neue Bundesregierung hat beschlossen, von einer Reform der Schuldenbremse (zur Ausweitung des Verschuldungsspielraums) im Rahmen einer Verfassungsänderung abzusehen.

Die umfangreichen Ausgabenpläne und das gleichzeitige Festhalten an der Schuldenbremse führen zu offenen Finanzierungsfragen

Die neue Bundesregierung hat einerseits eine Erhöhung der sogenannten „Zukunftsinvestitionen“ in Digitalisierung, grüne Investitionen, Modernisierung der öffentlichen Infrastruktur, Bildung, Forschung und Entwicklung und andererseits die Rückkehr zur Schuldenbremse ab 2023 versprochen. Daraus ergeben sich schwierig aufzulösende Zielkonflikte, zumal keine umfassenden Strukturreformen zur Schließung struktureller Finanzierungslücken im Sozialversicherungssystem vorgesehen sind. Expertenschätzungen zufolge könnte allein für die erforderlichen (öffentlichen) Klimaschutzinvestitionen in den Jahren 2021-2030 eine gewaltige Summe von EUR 460 Mrd. benötigt werden (also EUR 50 Mrd. pro Jahr über das nächste Jahrzehnt). Dazu dürften anderen Schätzungen zufolge noch weitere (zusätzliche) Finanzbedarfe für Bildung und Digitalisierung kommen, die sich bis 2030 auf insgesamt EUR 120 Mrd. summieren könnten. Folglich könnten sich der gesamte (zusätzlich) vom Staat zu stemmende Finanzbedarf alleine in den oben erwähnten Ausgabenbereichen auf bis zu EUR 580 Mrd. (oder mehr als 15% des für 2022 prognostizierten BIP) belaufen.⁸ Die

⁶ Nach Angaben des Bundesfinanzministeriums überstieg die Nettokreditaufnahme im Haushalt für 2020 die nach der Schuldenbremse (regulär) zulässige Obergrenze um EUR 41,9 Mrd. Auch 2021/2022 dürfte der Überschreibungsbetrag bei der maximal zulässigen Neuverschuldung hoch ausfallen. Diese übermäßigen Nettokreditaufnahmen müssen später wieder im Rahmen eines Tilgungsplanes abgebaut werden. Dem (ersten) Nachtragshaushalt der Vorgängerregierung für das Jahr 2021 zufolge wird die zulässige Obergrenze um EUR 216,4 Mrd. überschritten. Auch der bisherige Haushaltsentwurf für 2022 sieht eine Überschreitung der Obergrenze um EUR 98,4 Mrd. vor.

⁷ Der Bundesrechnungshof kam kürzlich zu dem Schluss, dass die Bundesregierung in den Jahren 2022-25 mit einer strukturellen Finanzierungslücke in Höhe von EUR 78 Mrd. konfrontiert sein wird (dies entspricht etwa 2,2% des für das Jahr 2021 prognostizierten BIP). Ein großer Teil dieser Lücke soll u.a. in den Haushaltsjahren 2023-25 durch die vollständige Inanspruchnahme einer Kreditreserve in Höhe von EUR 48 Mrd. gedeckt werden (also die durch die Beanspruchung aufgelaufener, bisher noch nicht ausgenutzter Kreditbewilligungen aus vergangenen Jahren mit Haushaltsüberschüssen). Selbst die nach oben korrigierte Steuerschätzung vom November 2021, der zufolge die Steuereinnahmen des Bundes zwischen 2022 und 2025 um insgesamt EUR 60 Mrd. höher ausfallen dürften als nach der bisherigen Schätzung vom Mai 2021 (woraus sich rechnerisch zusätzliche Einnahmen von EUR 15 Mrd. pro Haushaltsjahr ergeben), ändert das Bild nicht grundlegend. Denn der Bundesrechnungshof hat in der Finanzplanung für die Jahre 2023-25 bereits eine weitere (Planungs-) Lücke in Höhe von EUR 18 Mrd. (0,5% des für 2021 prognostizierten BIP) ausgemacht, die sich aufgrund zu niedrig angesetzter (Ausgaben-) Planwerte in den Bereichen Verteidigung sowie Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung ergeben. Und nicht zuletzt könnte der Anstieg der Verbraucherpreisinflation künftig zu höheren Steuerausfällen führen, wenn die Regierung daran festhält, die Steuerzahler auch weiterhin für die kalte (Steuer-) Progression zu entschädigen.

⁸ Vgl. die Studie Öffentliche Finanzierung von Klima- und anderen Zukunftsinvestitionen von Krebs, Tom, Janek Steitz und Patrick Graichen vom November 2021.



geplante Bekämpfung von Steuervermeidung und Steuerflucht, eine beschleunigte Digitalisierung der Verwaltung und eine andere Prioritätensetzung bei den Ausgaben (z.B. Abschaffung umweltschädlicher Subventionen) können zwar mittelfristig die fiskalischen Ressourcen deutlich erhöhen, dürften aber nicht ausreichen, um die ambitionierten Ausgabenpläne mit den gegenwärtigen Finanzierungsmöglichkeiten (Entwicklung der Steuereinnahmen, Kreditaufnahmebegrenzung durch die Schuldenbremse) in Einklang zu bringen.⁹

Ausdehnung der Kreditaufnahme im Rahmen der Schuldenbremse: Mission (im)possible?

Um doch die erheblichen fiskalischen Zielkonflikte („große Ausgabenpläne/keine Steuererhöhungen/Einhaltung der Schuldenbremse“) auflösen (oder, besser gesagt, abmildern) zu können, will die neue Regierung alle (verfassungs-) rechtlichen Möglichkeiten zur Erhöhung der Kreditaufnahme im Rahmen der Schuldenbremse ausloten. So will sie unter anderem staatliche Unternehmen dazu einsetzen, entweder beträchtliche Teile der erforderlichen öffentlichen „Zukunftsinvestitionen“ selbst zu übernehmen (wie z.B. die Modernisierung des Schienennetzes durch die Deutsche Bahn) oder private Investitionen durch öffentliche Förderkredite (KfW-Darlehen) anzuregen. In beiden Fällen geht es letztlich darum, die erforderlichen staatlichen (bzw. privaten) Investitionen außerhalb des Staatshaushaltes und somit an der Schuldenbremse vorbei zu finanzieren (bzw. zu fördern).

Darüber hinaus – und dies spielt in der kurzfristigen Fiskalplanung der neuen Regierung eine sehr viel größere Rolle – sollen bisher nicht genutzte, ursprünglich für die Pandemiebekämpfung vorgesehene Kreditaufnahmeermächtigungen in den außerbudgetären Energie- und Klimafonds (EKF) übertragen werden. Der EKF, bei dem es sich um ein (im Rahmen der Schuldenbremse erfasstes) Sondervermögen des Bundes handelt, soll letztlich zu einem Klima- und Transformationsfonds (KTF) weiterentwickelt werden und in den kommenden Jahren öffentliche „Zukunftsinvestitionen“ finanzieren. Es bleibt jedoch abzuwarten, in welchem Umfang die obigen Maßnahmen (außerbudgetäre Finanzierung von Investitionen durch staatliche Unternehmen, Nutzung nicht benötigter übermäßiger/Pandemie-bedingter Kreditermächtigungen) ausreichen werden, um die strukturellen Finanzierungslücken zu schließen. Insbesondere der geplante Transfer der nicht benötigten – und ursprünglich für die Pandemiebekämpfung erteilten – Kreditaufnahmeermächtigungen in den EKF/KTF unterliegt nach Einschätzungen einiger Beobachter nicht unerheblichen (verfassungs-) rechtlichen Risiken. In diesem Zusammenhang haben unter anderem der Präsident des Bundesrechnungshofs, Kay Scheller (siehe [Handelsblatt-Interview vom 25. November 2021](#)), und auch der Unabhängige Beirat des Stabilitätsrats (siehe dessen [Pressemeldung zur fiskalischen Lageeinschätzung vom 10. Dezember 2021](#)) verfassungsrechtliche Bedenken geäußert, die sich im Wesentlichen auf die angestrebte Umwidmung nicht benötigter Pandemie-bedingter Kreditaufnahmeermächtigungen zur Finanzierung zukünftiger Staatsausgaben ohne originä-

⁹ Dadurch könnten Experteneinschätzungen zufolge bis zu EUR 50 Mrd. pro Haushaltsjahr frei werden. Da die Abschaffung umweltschädlicher Subventionen jedoch schrittweise und damit über einen längeren Zeitraum hinweg erfolgen dürfte, dürften die dadurch zu erzielenden Haushaltsentlastungen zunächst deutlich geringer ausfallen. Falls die Regierung bereits 2022 beherzte Entscheidungen trafe, könnte der Haushalt schon in den Jahren 2022-25 um mindestens EUR 30 Mrd. pro Jahr entlastet werden. Im Gegenzug könnte jedoch die zum 1. Januar 2023 geplante Abschaffung der EEG-Umlage den Bundeshaushalt in den Jahren 2023-26 mit bis zu EUR 20 Mrd. pro Jahr belasten. Vgl. die Expertenschätzungen in der Studie [Öffentliche Finanzierung von Klima- und anderen Zukunftsinvestitionen](#) von Krebs, Tom, Janek Steitz und Patrick Graichen vom November 2021.



ren Pandemiebezug (wie z.B. von staatlichen Klimaschutzausgaben) beziehen.¹⁰

Box: Ausweitung der schuldenbremsenbegrenzten Kreditspielräume zur Schließung von Finanzierungslücken

Die wirtschaftspolitischen Ziele des Koalitionsvertrags lassen sich ohne umfangreiche Gegenfinanzierungsmaßnahmen nur schwer mit den Regeln zur Schuldenbremse in Einklang bringen. Denn bei einer Einhaltung der normalen Regelungen der Schuldenbremse ab 2023 hat die Bundesregierung verglichen mit den außergewöhnlichen Pandemie Jahren (Ziehung der Notlageklausel) einen deutlich geringeren Spielraum bei der Nettokreditaufnahme. Die strukturelle Nettokreditaufnahme darf sich dann nämlich nur noch auf höchstens 0,35% des BIP belaufen (rund EUR 12 Mrd. pro Jahr in den Jahren 2023-25). Um doch die erheblichen fiskalischen Zielkonflikte („große Ausgabenpläne/keine Steuererhöhungen/Einhaltung der Schuldenbremse“) auflösen (oder, besser gesagt, abmildern) zu können, will die neue Regierung alle (verfassungs-) rechtlichen Möglichkeiten zur Erhöhung der Kreditaufnahme im Rahmen der Schuldenbremse ausloten.

In einem ersten Schritt will die neue Regierung ungenutzte Kreditermächtigungen aus dem Bundeshaushalt 2021 in Höhe von EUR 60 Mrd. (ca. 1,6% vom prognostizierten BIP des Jahres 2022) in den bestehenden Energie- und Klimafonds (EKF) umleiten. Anfang der Woche hat das Bundeskabinett den Entwurf für den zweiten Nachtragshaushalt im Haushaltsjahr 2021 genehmigt. Ein Kernelement des Nachtragshaushaltsentwurfs ist der geplante Transfer von ungenutzten Kreditermächtigungen von EUR 60 Mrd. in den EKF – ein Sondervermögen des Bundes, das unter die Vorgaben der Schuldenbremse fällt. Der „überschüssige Betrag“ von EUR 60 Mrd. ist darauf zurückzuführen, dass im Haushaltsjahr 2021 von der insgesamt genehmigten Nettokreditaufnahme von bis zu EUR 240 Mrd. lediglich EUR 180 Mrd. an Kreditaufnahmeermächtigungen benötigt werden (diese zu erwartende deutliche Unterausnutzung der Kreditaufnahmeermächtigungen haben wir bereits ausdrücklich in unserer Defizitprognose berücksichtigt). Um diese „überschüssigen“ Kreditermächtigungen – die nur unter Aktivierung der Notlagenklausel in der Schuldenbremse erteilt werden konnten und für die Pandemiebekämpfung vorgesehen waren – nicht verfallen zu lassen, sollen diese in den EKF umgeleitet werden, welcher schließlich zu einem Klima- und Transformationsfonds (KTF) umgebaut werden soll. Der KTF soll diese dort aufbewahrten Kreditaufnahmeermächtigungen schließlich in späteren Haushaltsjahren – also dann, wenn wieder die normalen Regeln der Schuldenbremse greifen sollen (strukturelle Nettokreditaufnahme von maximal 0,35% vom BIP) – zur Finanzierung von Bundesausgaben (z.B. für den Klimaschutz) einsetzen.¹¹ Die Regierung rechtfertigt diesen Schritt damit, dass die Pandemie die erforderlichen staatlichen (und privaten) Investitionen in der Krise verhindert hätten und diese jetzt in späteren Haushaltsjahren nachzuholen seien.

In einem zweiten Schritt will sie auf öffentliche Unternehmen zurückgreifen, die außerhalb des Bundeshaushalts beträchtliche Teile der erforderlichen „Zukunftsinvestitionen“ vornehmen oder finanzieren sollen. Zur Stärkung der Finan-

¹⁰ Ursprünglich wurden die übermäßigen Nettokreditaufnahmeermächtigungen damit begründet, dass diese zur Bekämpfung der Pandemie nötig seien. Ebenso konnten diese nur unter Beanspruchung der Notlagenklausel in der Schuldenbremse erteilt werden.

¹¹ Um zu verhindern, dass die zukünftigen Mittelabflüsse aus dem KTF (ab 2023 und später) die strukturelle Nettokreditaufnahme des Bundes über die erlaubten 0,35% vom BIP treiben würden, beabsichtigt die neue Regierung, die Buchungsmethoden derart zu verändern, dass auch in zukünftigen Haushaltsjahren die regulären Vorgaben der Schuldenbremse (für die maximale Nettokreditaufnahme) trotz dann höherer Bundesausgaben bzw. Bundeshaushaltsdefizite eingehalten werden können.



zierungskraft bzw. der Kreditvergabekapazitäten will die Regierung diese öffentlichen Unternehmen mit zusätzlichem Eigenkapital versorgen. Da es sich bei diesen Maßnahmen um finanzielle Transaktionen handelt – die das Nettovermögen des Staates unverändert lassen –, können solche Eigenkapitalerhöhungen aus dem Bundeshaushalt finanziert werden, ohne die strukturelle Kreditaufnahme im Sinne der Schuldenbremse zu erhöhen. In einem dritten Schritt beabsichtigt die Regierung, die sich aus den übermäßigen Pandemie-Krediten ergebenden künftigen Tilgungsleistungen in einen Gesamttilgungsplan zusammenzufassen. Durch die geplante Verlängerung der Tilgungsfrist von derzeit 20 auf 30 Jahre könnten die jährlichen Tilgungszahlungen mittelfristig von EUR 20½ Mrd. auf EUR 13 Mrd. sinken.¹²

In einem vierten Schritt will die Regierung die Berechnungsmethode der Konjunkturkomponente in der Schuldenbremse überprüfen.¹³ Kurz gefasst vertreten einige Kritiker der Schuldenbremse die Auffassung, die Anforderungen an die Normalauslastung der Volkswirtschaft seien zu niedrig und sollten verschärft werden. Dies würde den Nettokreditaufnahmespielraum des Staates über eine entsprechend niedrigere positive bzw. höhere negative Produktionslücke (Konjunkturkomponente) erhöhen. Auf diese Weise könnte sich der zusätzliche Spielraum allein im Jahr 2023 auf bis zu knapp EUR 20 Mrd. belaufen.¹⁴ Andere Kritiker schlagen vor, die positiven strukturellen Auswirkungen politischer Reformen/Maßnahmen (wie z.B. eine Steigerung der wachstumsfördernden Infrastrukturinvestitionen) explizit in der Berechnung des Produktionspotenzials zu berücksichtigen. Aus diesem Grund könnten sich etwaige Strukturreformen deutlich positiv auf die mittelfristigen Finanzspielräume des Staates auswirken, weil über ein höheres Produktionspotenzial folglich auch die daraus abgeleiteten Steuerschätzungen ansteigen würden. Eine solche Änderung der Berechnungsmethode könnte in den Jahren 2023-26 zu einem zusätzlichen Kreditaufnahmespielraum von rund EUR 40 Mrd. (also EUR 10 Mrd. pro Haushaltsjahr) führen.¹⁵

Keine fiskalischen Engpässe in 2022

Zum jetzigen Zeitpunkt bleibt es abzuwarten, in welchem Umfang das Heranziehen staatlicher Unternehmen zur Finanzierung öffentlicher Ausgaben, sowie die Schaffung eines Klima- und Transformationsfonds – mit einer gleichzeitig sehr weiten Auslegung der Schuldenbremse – letztlich dazu geeignet sind, die (potenziell unbegrenzten) Ausgabenpläne der neuen Regierung mit den aktuell (begrenzten) Finanzierungsmöglichkeiten in Einklang zu bringen. Angesichts der außerordentlich großzügigen Kreditaufnahmepläne für 2021/22, der höheren Steuereinnahmen und des geringeren Bedarfs an Pandemie-bedingten Wirtschaftshilfen dürfte die neue Regierung im Jahr 2022 noch nicht vor allzu großen Finanzierungsherausforderungen stehen. Dies liegt allerdings auch nicht

¹² Diese Entlastung wäre erst ab 2026 deutlich zu spüren und würde daher keinen allzu großen Beitrag zur Schließung der Finanzierungslücken in der laufenden Legislaturperiode liefern.

¹³ Der Umfang der konjunkturellen Komponente hängt derzeit vom Grad der Kapazitätsauslastung in der Wirtschaft (Produktionslücke) ab. Wenn die Produktionslücke im Abschwung negativ ist, darf die maximale Kreditaufnahme das normale Niveau von 0,35% des BIP übersteigen. Entsprechend geringer fällt die erlaubte Kreditaufnahme im Aufschwung aus, wenn die Produktionslücke positiv ist. Dadurch soll eine prozyklische Fiskalpolitik verhindert werden. Insgesamt ist die Konjunkturkomponente so beschaffen, dass sie im Verlauf des Konjunkturzyklus zu einer symmetrischen Anpassung der maximal zulässigen Nettokreditaufnahme (gegenüber dem Fall der Normallage) führt. Auf diese Weise wird sichergestellt, dass die Berücksichtigung der Konjunkturkomponente (in der Berechnung der maximal zulässigen Nettokreditaufnahme) keinen strukturell angelegten Schuldenaufbau nach sich zieht.

¹⁴ Vgl. die Studie [The cyclical component of the debt brake: analysis and a reform proposal](#) von Schuster, Florian et al von Dezernat Zukunft.

¹⁵ Vgl. die Studie [Öffentliche Finanzierung von Klima- und anderen Zukunftsinvestitionen](#) von Krebs, Tom, Janek Steitz und Patrick Graichen vom November 2021.



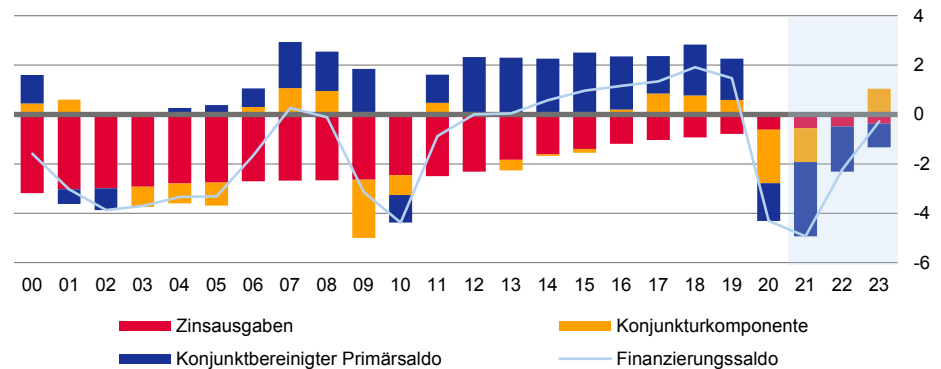
zuletzt daran, dass die geplanten staatlichen Mehrinvestitionen nur vergleichsweise langsam umzusetzen sein dürften, weil es im Baugewerbe im Moment an freien Kapazitäten mangelt. Ebenso dürften die Früchte der angestrebten Beschleunigung von öffentlichen Planungs-, Verwaltungs- und Genehmigungsverfahren – die darauf abzielen, den öffentlichen Investitionsstau abzubauen – erst allmählich im weiteren Zeitverlauf geerntet werden.

Der Staatshaushalt dürfte 2022/23 von der Konjunkturbelebung profitieren, ...

Das gesamtstaatliche konsolidierte Haushaltsdefizit – Bund, Länder, Kommunen und Sozialversicherungsträger – nach Definition der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) dürfte sich von voraussichtlich 4,9% des BIP im Jahr 2021 auf rund 2,2% des BIP im Jahr 2022 verringern. Sowohl bei der Konjunkturkomponente (zyklischer Haushaltssaldo) als auch beim strukturellen Haushaltssaldo sind Verbesserungen angelegt (um 1½ Prozentpunkte bzw. 1 Prozentpunkt vom BIP). Derweil sollte die (Brutto-) Staatsschuldenquote bei gut 70% des BIP Ende 2021 ihren Höchststand erreichen und bis Ende 2022 in Richtung 68 ½% des BIP sinken. Ab 2023 könnte sich das Haushaltsdefizit weiter deutlich auf rund ¼% des BIP verringern, wozu vor allem eine erwartete große (positive) Produktionslücke und damit eine hohe (positive) Konjunkturkomponente beitragen sollten. Das strukturelle Defizit sollte sich im Jahr 2023 zwar weiter zurückbilden, dürfte aber noch immer mehr als 1 ¼% des BIP betragen. (Zum Vergleich: Die Wirtschaftsforschungsinstitute prognostizieren in ihrem Herbstgutachten (siehe Gemeinschaftsdiagnose 2-2021 vom Oktober 2021) ein strukturelles Defizit von 1,4% des BIP für 2023). In der Zwischenzeit hat der Deutsche Stabilitätsrat – ein gemeinsames Gremium des Bundes und der Länder zur regelmäßigen Überwachung der öffentlichen Finanzen – seine Einschätzungen zum Staatshaushalt und den weiteren Haushaltsperspektiven aktualisiert. Er erwartet nunmehr, dass das gesamtstaatliche strukturelle Haushaltsdefizit (ohne Konjunktur- und Sonder- bzw. Einmaleffekte) in diesem Jahr auf 2 ¼% vom BIP sinkt. Im Jahr 2022 dürfte das strukturelle Defizit schließlich weiter zurückgehen (auf dann nur noch 1% vom BIP). Für das Jahr 2024 stellt der Stabilitätsrat nunmehr die Einhaltung des mittelfristigen Haushaltsziels (strukturelles Defizit von ½% vom BIP) in Aussicht. Gleichzeitig erwartet der Stabilitätsrat einen Rückgang des gesamtstaatlichen Haushaltsdefizits von 5 ¼% vom BIP im Jahr 2021 auf 2 ¼% und ¾% in den Jahren 2022 bzw. 2023 (siehe auch den Beschluss des Stabilitätsrates mit den neusten Fiskalprognosen vom 10. Dezember 2021).

Ausblick für die Staatsfinanzen (2021-23)

% BIP (Gesamtstaat - VGR)



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



... aber die großen Ausgabenpläne der neuen Regierung könnten das strukturelle Defizit deutlich in die Höhe treiben

Dabei ist zu betonen, dass die obigen Einschätzungen zur Entwicklung des gesamtstaatlichen Haushaltssaldos und der (Brutto-) Staatsschuldenquote noch nicht die zusätzlichen Ausgabenpläne der neuen Regierung abbilden. Dies liegt daran, dass die neue Regierung noch keine detaillierten (quantitativen) Einschätzungen zu den Budgetwirkungen der einzelnen im Koalitionsvertrag genannten Maßnahmen veröffentlicht hat. Aus diesem Grund haben wir unsere Defizit-/Staatsschuldenprognosen noch nicht mit Blick auf den vollzogenen Regierungswechsel angepasst. Dies bedeutet, dass wir im Moment lediglich eine qualitative Einschätzung zum künftigen finanzpolitischen Kurs der neuen Regierung (im Vergleich zum Haushaltskurs der Vorgängerregierung) abgeben können.¹⁶ Wir geben zu bedenken, dass die gesamtstaatlichen Ausgaben und somit auch die Haushaltsdefizite deutlich höher ausfallen dürften, wenn es – ohne umfangreiche Gegenfinanzierungsmaßnahmen (z.B. Einnahmenerhöhungen und/oder Ausgabenkürzungen in anderen Bereichen) – zu einer vollumfänglichen Umsetzung der ambitionierten Ausgabenpläne käme.¹⁷ Beispielsweise könnte sich das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit (nach VGR-Definition) bei einer gleichmäßigen Verausgabung der EKF/KTF-Mittel von EUR 60 Mrd. über die beiden Jahre 2023/24 um rund $\frac{3}{4}$ % vom BIP erhöhen (im Vergleich zu unseren bisherigen Prognosen). In diesem Fall würde das strukturelle Staatsdefizit Deutschlands im Jahr 2023 nicht bei $1\frac{1}{4}$ % vom BIP, sondern eher im Bereich von 2% vom BIP liegen. Darüber hinaus könnten noch die zusätzlichen, kreditfinanzierten Eigenkapitalzuführungen an öffentliche Unternehmen (wie im Koalitionsvertrag nahegelegt) die Staatsdefizite anschwellen lassen (zumindest in finanzstatistischer Betrachtung). Insgesamt hängt die kurz- bis mittelfristige Haushaltsentwicklung von beträchtlichen kurzfristigen pandemischen/ökonomischen Risiken sowie nicht unwesentlichen Unsicherheiten hinsichtlich des künftigen finanzpolitischen Kurses ab.

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

¹⁶ Mit Beginn des Jahres 2022 muss die Regierung relativ zügig einen neuen Haushaltsentwurf für 2022 erstellen (bzw. den bereits von der Vorgängerregierung beschlossenen Entwurf grundlegend überarbeiten). Im März 2022 wird die neue Regierung schließlich ihren ersten Haushaltsentwurf für das Jahr 2023 vorstellen (Eckwertebeschluss 2023) sowie den mittelfristigen Finanzplan (bis dann einschließlich 2026) überarbeiten.

¹⁷ Der Unabhängige Beirat des Stabilitätsrats (siehe seine [Stellungnahme von 7. Dezember 2021](#)) geht davon aus, dass die finanzpolitischen Pläne der neuen Regierung den Ausblick für die deutschen Staatsfinanzen grundsätzlich verändern und deutlich höhere gesamtstaatliche Finanzierungsdefizite (zumindest ab dem Jahr 2023) nach sich ziehen dürften (im Vergleich zum bisherigen Haushaltskurs der Vorgängerregierung). Angesichts dessen zweifelt er auch an, dass der deutsche Staat – wie in den neuen Prognosen des Stabilitätsrats nahegelegt – sein mittelfristiges Haushaltsziel bereits im Jahr 2024 wieder erreichen wird.



Inflation: Jahresveränderungsrate dürfte nachgeben – aber dauerhaft höhere Kerninflation

- Im Jahr 2021 wurde die Inflation durch beträchtliche Basiseffekte (Mehrwertsteuer, Energiepreise) nach oben getrieben. Diese Faktoren werden 2022 keine oder zumindest eine geringere Rolle spielen. Dennoch sind die Unternehmen sehr zuversichtlich, dass sie den derzeitigen, beträchtlichen Anstieg der Input-Preise – der sich aufgrund von Omikron womöglich noch später zurückbilden dürfte – an ihre Kunden weitergeben können.
- Die geplante Anhebung des Mindestlohns auf EUR 12 (+25%) dürfte auch zu einem Aufwärtsdruck bei den unteren Tariflohngruppen führen. Während die Tariflöhne erst zum Jahresende hin ansteigen dürften, könnten sich die Effektivlöhne schon früher erhöhen. So könnten z.B. die vom Fachkräftemangel betroffenen Unternehmen gezwungen sein, höhere Lohnzahlungen an ihre Beschäftigten zu leisten, um wichtiges Personal zu halten.
- Angesichts beträchtlicher statistischer Überhangeffekte und des anhaltenden Preisdrucks auf der Kostenseite bei Produzenten und Dienstleistern dürfte die Verbraucherpreisinflation im Jahresdurchschnitt 2022 nur moderat zurückgehen. Die Gesamtinflationsrate dürfte sich von 3,1% im Jahr 2021 auf 2,9% verlangsamen, da sich der Auftrieb bei den Energiepreisen im Jahresdurchschnitt in etwa halbieren dürfte. Die Kernrate könnte dagegen von 2,3% (2021) auf 2,7% steigen. Im Jahr 2023 dürften weder die Gesamt- noch die Kerninflationsrate auf unter 2% sinken.

Die Verbraucherpreisinflation erreichte im Jahr 2021 eine Größenordnung, die es so zuletzt in den frühen 1980er Jahren gab

Die Inflationsentwicklung hat die Finanzmärkte, die Ökonomen und die Zentralbank im Jahr 2021 weitgehend überrascht. Zwar hatten die meisten Beobachter für 2021 einen deutlichen Anstieg der Verbraucherpreisinflation in Deutschland erwartet, der vor allem auf positive Basiseffekte (bei Energiepreisen), die Einführung der CO₂-Bepreisung von Heiz- und Kraftstoffen (geschätzter Effekt auf die Jahresrate: 0,3%-Punkte) und einen deutlichen Schub bei den Güter- und Dienstleistungspreisen infolge der Wiederanhebung der Mehrwertsteuer ab Januar 2021 (geschätzter Effekt auf die Jahresrate: rund ½%-Punkt) zurückzuführen sein sollte.

Verbraucherpreisinflation in Deutschland

39



Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank



Sowohl das unerwartet hartnäckige Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage als auch der kräftige, häufig deutlich über das Vorkrisenniveau hinausgehende Rohstoffpreisanstieg haben die deutsche Verbraucherpreisinflationsrate noch weiter in die Höhe getrieben. Die monatliche Jahresinflationsrate (Veränderung des Preisindex in Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat) erreichte im November 2021 schwindelerregende 5,2% (nationaler Verbraucherpreisindex; VPI) und erreichte damit eine Größenordnung, die es so zuletzt im Jahr 1982 gab (siehe Grafik).

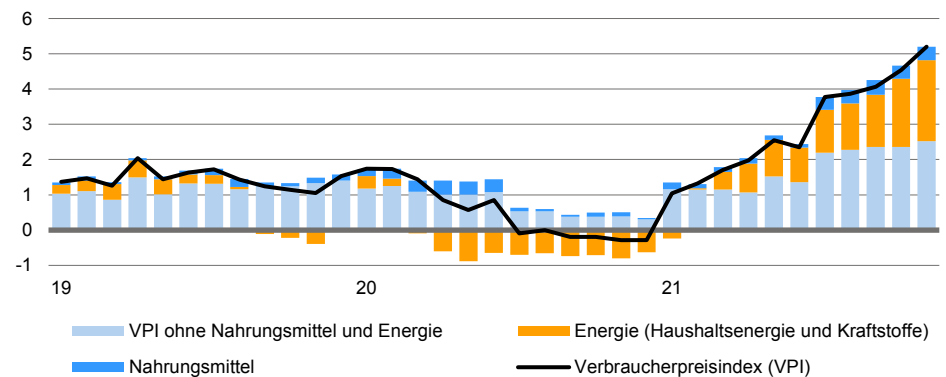
Starke Einmal-/Basiseffekte, steigende Energiepreise und anhaltende Angebotsengpässe treiben die Inflation an

Tatsächlich ist der jüngste Anstieg der monatlichen Jahresinflationsrate in Deutschland zu einem großen Teil auf beträchtliche Basis-/Einmaleffekte zurückzuführen. Allein die Wiederanhebung der Mehrwertsteuersätze im Januar 2021 trägt derzeit einen guten 1%-Punkt zur Jahresveränderungsrate des VPI bei. Die monatliche Jahresveränderungsrate sollte also bereits im Januar 2022 deutlich zurückgehen, wenn schließlich der Mehrwertsteuereffekt aus der Berechnung herausfällt. Die steigenden Energiepreise (z.B. für Rohöl oder Erdgas) treiben die Gesamtjahresinflationsrate in Deutschland sogar noch stärker nach oben: Die VPI-Energiepreis-inflation lag im November 2021 mit +22,1% gegenüber dem Vorjahresmonat auf dem höchsten Stand seit Jahrzehnten. Demnach haben die Preise für Haushaltenergie (wie z.B. Strom, Erdgas oder Heizöl) und Kraftstoffe (Gesamtgewicht im VPI-Warenkorb: ca. 10,4%) beachtliche 2,3%-Punkte zur VPI-Jahresinflationsrate im November 2021 beigetragen (siehe Grafik)¹⁸.

Monatliche Inflationsdynamik in Deutschland

40

% gg. Vj. bzw. Wachstumsbeiträge (Pp.)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Allerdings spielen aktuell nicht nur Basis-/Einmaleffekte und steigende Energiepreise eine Rolle. Auch der monatliche Preisanstieg für Waren ohne Energie so-

¹⁸ Dies ist insofern nicht überraschend, als der Ölpreis für die Sorte Brent im November 2021 rund 100% höher als im November 2020 notierte (in Euro gerechnet). Auch im Vergleich zum Vor-Pandemie-Niveau vom Februar 2020 betrug der Ölpreisanstieg noch immer fast 40%. Auch die in Euro berechneten Erdgaspreise (gemessen anhand des Spotmarktpreises für die US-Sorte Henry Hub) lagen im November 2021 um rund 100% über ihrem entsprechenden Vorjahresniveau bzw. um etwa 150% über dem Vor-Pandemie-Niveau vom Februar 2020.



wie Dienstleistungen ohne Wohnungsmieten fällt derzeit noch immer recht kräftig im Vergleich zum Vor-Pandemie-Trend aus.¹⁹ Die anhaltend hohen monatlichen Preissteigerungsraten von Waren ohne Energie/Dienstleistungen und ohne Wohnungsmieten deuten darauf hin, dass einige der in unserem Jahresausblick für 2021 diskutierten Pandemie-bedingten Aufwärtsrisiken inzwischen eingetreten sind. Dazu gehören auf der einen Seite eine strukturell höhere Konsumnachfrage nach Waren (ohne Energie), die sich in der Folge noch weiter durch den teilweisen Abbau von Pandemie-bedingten Überersparnissen der privaten Haushalte verstärkt haben dürfte (und darüber hinaus zu einer höheren Zahlungsbereitschaft der Konsumenten geführt haben dürfte). Auf der anderen Seite dürfte der wachsende Kostendruck – und die unter erheblichem Druck stehenden Gewinnmargen – bei den von der Pandemie-Krise heftig getroffenen Dienstleistern (insbesondere im Gaststätten- und Beherbergungsgewerbe) entsprechende Preiserhöhungen nach sich gezogen haben.²⁰ Auch die staatlich administrierten Preise (Gewicht im VPI-Warenkorb: ca. 14%) – eine weitere potenzielle Inflationsquelle – haben angezogen. Denn aufgrund der leeren öffentlichen Kassen könnten sich die defizitgeplagten staatlichen Ebenen dazu veranlassen sehen, die Preise für öffentliche Güter und Dienstleistungen kräftig anzuheben.²¹

Inflation: Vorübergehende Spitze, aber stärkerer Trend

Aufgrund der unerwartet starken Preisdynamik seit Anfang 2021 haben die Finanzmärkte und Ökonomen das ursprüngliche Narrativ der großen Zentralbanken, dem zufolge es sich lediglich um eine vorübergehende Inflationsanstieg handele, zunehmend infrage gestellt. Es lässt sich zwar nicht abstreiten, dass die Inflationsraten derzeit vor allem durch Einmal-/Basiseffekte und andere Pandemie-bedingte Faktoren erheblich nach oben gezogen werden. Nichtsdestotrotz bezweifeln wir, dass der gegenwärtige Inflationsdruck wieder so schnell abklingen wird wie von den Zentralbanken versprochen. Einerseits dürfte die monatliche Jahresinflationsrate zwar mit dem Wegfall des Mehrwertsteuereffekts bereits zum Jahresbeginn 2022 deutlich absinken (von etwa 4 ½% in Q4 2021 auf womöglich rund 3 ½% in Q1 2022). Andererseits besteht jedoch das Risiko, dass die stark inflationstreibenden angebotsseitigen Engpässe (z.B. bei Rohstoffen oder Halbleitern) und/oder die hohen Transportkosten sich bis weit ins erste Halbjahr 2022 hinziehen könnten. Außerdem ist es durchaus möglich, dass die Omikron-Virusvariante den aktuell hohen Preisdruck noch weiter verstärkt, weil das Angebot (über sich wieder verschärfende globale Lieferkettenprobleme) stärker in Mitleidenschaft gezogen wird als die Nachfrage (über eine ungünstigere Arbeitsmarktentwicklung mit einem entsprechend niedrigeren Druck auf die Lohn- und Kerninflationsdynamik).

In der Tat liegen die Frachtkosten (z.B. gemessen am Shanghai Containerized Freight Index) noch immer auf sehr hohen Niveaus, sodass ein anhaltend hoher Transportkostendruck auf der Produzentenebene sich im Jahr 2022 in noch stärkeren Maße in Form von höheren Konsumgüterpreisen niederschlagen

¹⁹ Seit Anfang 2021 sind die Preise für Waren ohne Energie sowie Dienstleistungen ohne Wohnungsmieten mit einer beachtlichen durchschnittlichen Monatsveränderungsrate von 0,4% bzw. 0,33% angestiegen (auf Basis saisonbereinigter Verbraucherpreisdaten der Bundesbank). Im Vergleich dazu betragen die entsprechenden monatlichen Preisanstiege zwischen 2015 und 2019 lediglich 0,09% bzw. 0,12%. Selbst wenn man die aufgrund des Mehrwertsteuereffektes nach oben verzerrten Januar-2021-Werte aus der Rechnung ausklammert, sind die monatlichen Preisanstiege für Waren ohne Energie sowie für Dienstleistungen ohne Wohnungsmieten noch immer im Durchschnitt um beträchtliche 0,21% bzw. 0,34% angestiegen.

²⁰ Im Oktober 2021 stieg die VPI-Komponente für Gaststätten- und Beherbergungsdienstleistungen (Gewicht im VPI: ca. 4,7%) um 3,7% im Vergleich zum Vorjahresmonat an.

²¹ Auf der Grundlage der ersten zehn Monate eines Jahres stiegen die administrierten Preise im Jahr 2021 im Durchschnitt um 2,6% gg. Vj. an. In den Jahren 2020 bzw. 2019 lagen die durchschnittlichen Preisanstiege noch bei lediglich 1,5% gg. Vj. bzw. 1,4% gg. Vj.

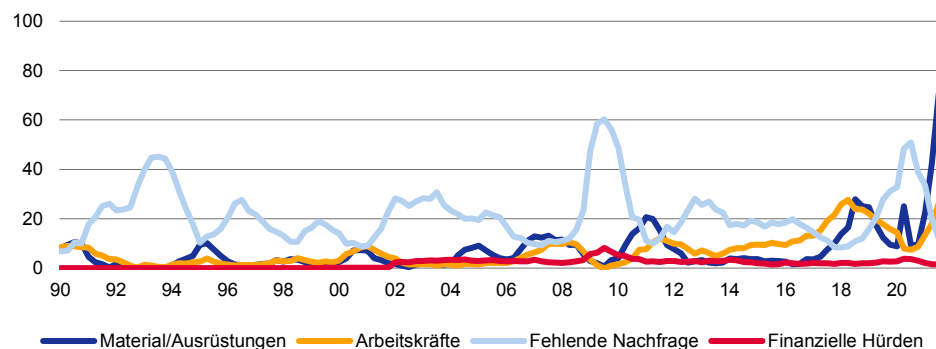


könnte. Auch die angebotsseitigen (produktionsbegrenzenden und damit die Güterpreisinflation anschiebenden) Materialengpässe bestehen laut der Industrie-Umfrage der EU-Kommission (noch immer) unvermindert fort: So erreichte der Anteil der befragten deutschen Unternehmen, deren Produktion derzeit durch Materialknappheiten begrenzt wird, mit 85,6% im vierten Quartal 2021 sogar einen neuen Rekordwert (Q3: 70,5%) (siehe Grafik).²²

Industrie-Umfrage der Europäischen Kommission: Produktionsbegrenzende Faktoren in Deutschland

41

%(saisonbereinigte Quartalswerte)*



*Anteil der Unternehmen, die den genannten Faktor als Hemmnis für ihre Produktion betrachten.

Quelle: Europäische Kommission

Kurz-/mittelfristiger Inflationsausblick: Aufwärtsrisiken überwiegen

Insgesamt sind die Inflationsaussichten für 2022 und 2023 aufgrund des volatilen wirtschaftlichen Umfelds sehr unsicher. In der derzeitigen makroökonomischen Situation könnten neue wirtschaftliche Schocks (z.B. ein erneutes Aufblühen der COVID-19-Pandemie) die Angebots- bzw. Nachfrageseite der Wirtschaft noch stärker in die eine oder andere Richtung beeinträchtigen und damit die Inflationsdynamik entweder verstärken oder abschwächen. Nichtsdestotrotz überwiegen jedoch unserer Einschätzung nach sowohl kurz-/mittel- als auch langfristig die Aufwärtsrisiken. Denn die angebotsseitigen Engpässe dürften bis weit in die erste Jahreshälfte 2022 anhalten und erst danach langsam abklingen. Es besteht das nicht unerhebliche Risiko, dass sich die globalen Lieferprobleme durch die Omikron-Variante nochmals verschärfen könnten, sofern es zu erneuten Lockdowns in internationalen Logistikzentren käme. Angesichts der hohen Überschussersparnis der privaten Haushalte – die der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung²³ bis einschließlich Q2 2021 auf beachtliche EUR 186 Mrd. (oder knapp 11% des privaten Konsums im Jahr 2020) schätzt – und des Nachfragestaus könnten die unter Kostendruck stehenden Güterproduzenten und Dienstleistungsanbieter ihre höheren Kosten womöglich erfolgreich an ihre Kunden weitergeben. In diesem Zusammenhang sei darauf hingewiesen, dass zahlreiche Einzel- und Großhändler ebenso wie Unternehmen aus dem Verarbeitenden Gewerbe, dem Dienstleistungssektor und dem Bausektor ihre Verkaufspreise anheben wollen. Nach einer ifo-Umfrage gaben im November 2021 knapp zwei Drittel der Einzelhändler, über die Hälfte der Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe und über ein Drittel der Dienstleister an, dass sie ihre Verkaufspreise in den kommenden drei Monaten erhöhen wollten (siehe Grafik). Dies lässt vermuten, dass sowohl

²² Aber auch der Mangel an Fachkräften scheint sich zunehmend negativ auf die Hersteller (und damit auch die Industrieproduktion) auszuwirken. So hatten derselben EU-Kommissions-Umfrage zufolge im vierten Quartal 2021 etwa ein Drittel der deutschen Hersteller mit einem Arbeitskräftemangel zu kämpfen.

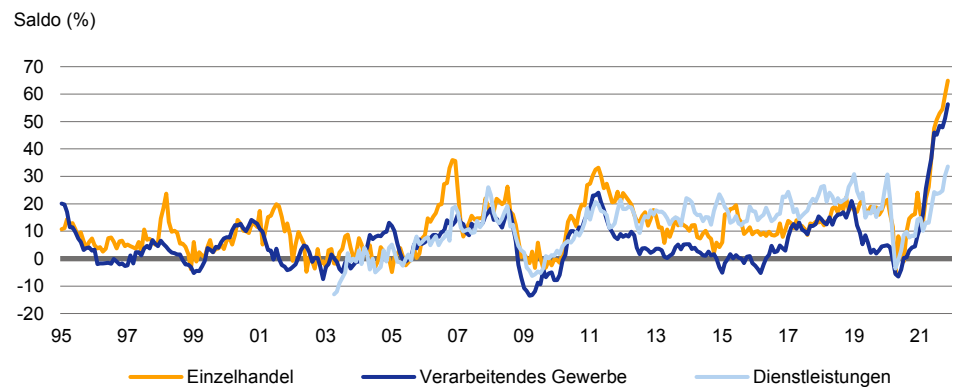
²³ Vgl. S. 41 des Jahresgutachtens 2021/22 des Sachverständigenrats.



die Güterproduzenten als auch die Dienstleister ihre höheren Inputkosten größtenteils noch nicht vollständig an die Verbraucher weitergegeben haben dürften, dies aber schließlich ab Anfang 2022 tun könnten.

Verkaufspreiserwartungen in der deutschen Wirtschaft (ifo-Umfrage)*

42



* Saldo der Umfragemeldungen (saisonbereinigt) bezüglich der erwarteten Verkaufspreise in den nächsten 3 Monaten.

Quellen: ifo, WEFA, Deutsche Bank Research

(Struktureller) Inflationsdruck könnte auch aus dem Vorhaben der neuen Bundesregierung entstehen, den Mindestlohn um 25% auf EUR 12 anzuheben. Der genaue Zeitpunkt der Anhebung und des möglichen inflationären Effekts ist noch unklar. Direkt betroffen sind rund acht Millionen Personen, also knapp 20% der Arbeitnehmer. Dadurch entsteht außerdem Aufwärtsdruck in den unteren Tarifgruppen. Während die Tariflöhne erst zum Jahresende hin ansteigen dürften, könnten sich die Effektivlöhne schon früher erhöhen. So könnten z.B. die von Fachkräftemangel betroffenen Unternehmen gezwungen sein, höhere Lohnzahlungen an ihre Beschäftigten zu leisten, um wichtiges Personal zu halten. Darüber hinaus könnte der sich weiter verschärfende Fachkräftemangel (infolge des Renteneintritts der „Baby-Boomer“-Generation) zu einem strukturell höheren Lohn- und damit auch Kerninflationstrend führen.

Inflationsausblick für 2022/2023: Die Jahresveränderungsrate dürfte nachgeben, die Kernrate jedoch dauerhaft höher liegen

Angesichts beträchtlicher statistischer Überhangeffekte und des anhaltenden Preisdrucks auf der Kostenseite bei Produzenten und Dienstleistern dürfte die Verbraucherpreisinflation im Jahresdurchschnitt 2022 nur moderat zurückgehen. Angesichts beträchtlicher statistischer Überhangeffekte und des anhaltenden Preisdrucks auf der Kostenseite bei Produzenten und Dienstleistern dürfte die Verbraucherpreisinflation im Jahresdurchschnitt 2022 nur moderat zurückgehen (siehe Grafik). Die Gesamtinflation dürfte sich von 3,1% im Jahr 2021 auf 2,9% abschwächen, die Kernrate dagegen von 2,3% (2021) auf 2,7% erhöhen. Im Jahr 2023 sollten sich sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflationsrate deutlich stärker normalisieren und dürfte womöglich bei 2,2% bzw. 2,0% liegen.

Die Energiepreisinflation, die im Jahresdurchschnitt 2021 bei über 9% liegen dürfte, sollte sich im Jahr 2022 in etwa halbieren. Insgesamt könnte der inflationstreibende Beitrag der Energiepreise zur Gesamtinflationsrate von knapp einem Prozentpunkt im Jahr 2021 auf rund ½%-Punkt im Jahr 2022 zurückgehen. Zwar könnten auf der einen Seite die von uns (mehr oder weniger) erwartete Verflachung bei den Rohölpreisen (Brent; in EUR gerechnet) den Energiepreisdruck über einen schwächeren Preisauftrieb bei den Kraftstoffen deutlich abmildern. Andererseits dürfte der Anstieg der Erdgaspreise diesem Effekt wiederum entgegenwirken. Insgesamt bestehen aufgrund des außergewöhnlich starken

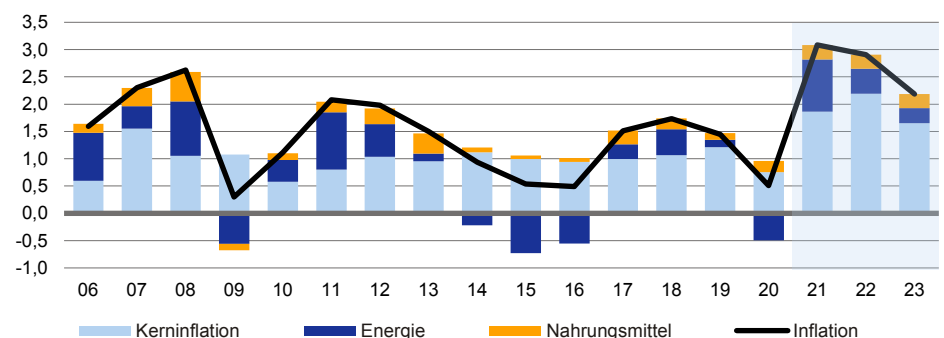


Preisanstiegs bei den Erdgaspreisen nicht unerhebliche Aufwärtsrisiken für die VPI-Energiekomponente (siehe auch die unten stehende Box). Die geplante Anhebung des CO₂-Preises für Heiz- und Kraftstoffe dürfte die Gesamtinflation 2022 bzw. 2023 um weitere 0,2 bzw. 0,1%-Punkte nach oben treiben. Allerdings könnte die für Januar 2023 geplante vollständige Abschaffung der EEG-Umlage den dadurch bedingten Anstieg der Energiepreisinflation im Jahr 2023 über niedrigere Strompreise entgegenwirken (Gewicht von elektrischem Strom im VPI-Warenkorb: ca. 2,6%).²⁴

Inflationsausblick 2021-23 (Verbraucherpreisindex)

43

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



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Box: Zusammenhang zwischen der Erdgaspreisentwicklung und der Inflationsrate

Der Erdgaspreis – gemessen etwa am Natural Gas Henry Hub Spotpreis (in USD) oder dem deutschen Erzeugerpreisindex (EPI) für flüssiges oder gasförmiges Erdgas – hat sich in den ersten zehn Monaten des Jahres 2021 gegenüber dem Jahresdurchschnitt 2020 fast verdoppelt. (Allein zwischen Dezember 2020 und Oktober 2021 sind die EPI-Gaspreise um mehr als 240% gestiegen.) Der sprunghafte Anstieg ist auf niedrige Lagerbestände zurückzuführen, die mit einer kräftigen Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage im Zuge der Erholung der großen Volkswirtschaften während der Sommermonate einhergingen. Zudem vermuten einige Beobachter, dass russische Gaslieferanten die deutschen Lagerbestände nur langsam wieder auffüllen. Des Weiteren führte eine Windflaute in der Nordsee zu Versorgungsengpässen bei der Stromerzeugung durch Windkraftanlagen. Diese mussten durch eine stärkere Nutzung von Erdgas ausgeglichen werden. Darüber hinaus haben Verzögerungen beim Start

²⁴ Im Jahr 2022 wird die EEG-Umlage um über 40% von 6,5 Cents pro Kilowattstunde auf 3,723 Cents gesenkt (vgl. die [Pressemittteilung](#) der Bundesregierung vom Oktober 2021). Dies wird großenteils durch eine weitere Erhöhung von Zuschüssen aus dem Bundeshaushalt für vorhandene Anlagen für erneuerbare Energien möglich. Bereits 2021 hat die Regierung die EEG-Umlage durch Bundeszuschüsse gedeckelt (vgl. den Artikel über [staatlich veranlasste Bestandteile des Strompreises](#) des Bundesministeriums für Wirtschaft und Klimaschutz). Derzeit macht die EEG-Umlage etwa ein Fünftel des Strompreises aus (vgl. [Angaben des BDEW](#); Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft). Auf der Grundlage des durchschnittlichen Strompreises für deutsche private Haushalte im Dezember 2021 (34,64 Cents/Kilowattstunde; vgl. Vergleichsportal [Verivox](#)) könnte die Senkung der EEG-Umlage den Strompreis 2022 ceteris paribus um etwa 8% senken. Bei einer vollständigen Abschaffung der EEG-Umlage im Jahr 2023 könnte der Strompreis unseren überschlägigen Berechnungen zufolge noch einmal um über 10% sinken, was die Gesamtinflation um rund ¼ %-Punkt dämpfen würde. Ungeachtet der Senkung der EEG-Umlage im Jahr 2022 dürften die Strompreise im kommenden Jahr steigen oder zumindest hoch bleiben, weil die Erdgaspreise ansteigen und die Netzwerkgentgelte erhöht werden.

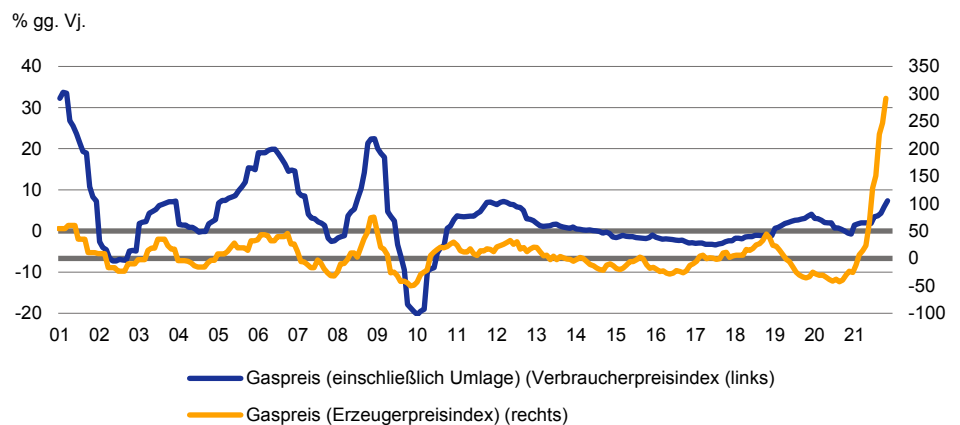


des Nord Stream 2-Projekts, welches die Aufwärtstendenz der Preise eventuell abgemildert hätte, das Problem noch verstärkt.

Inwieweit sind bzw. werden deutsche Privathaushalte von dem Anstieg der Erdgaspreise betroffen sein? Für einen Haushalt setzt sich der Gaspreis aus drei Kostenfaktoren zusammen: Beschaffungskosten, Netznutzungsentgelte sowie Steuern und Abgaben. Im Jahr 2020 lag der Anteil der Beschaffungskosten bei knapp der Hälfte des Gesamtpreises (siehe Erläuterung des Bundesministeriums für Wirtschaft und Klimaschutz). Die Netzentgelte und die staatlich induzierten Preisbestandteile beliefen sich auf jeweils etwa ein Viertel (und damit die andere Hälfte). Aktuelle Presseberichte zeigen, dass die Gaspreise für private Haushalte bei Vertragsverlängerungen bis Januar 2022 im Durchschnitt um fast 25% steigen (siehe z.B. Tagesschau: Gas ab 2022 erheblich teurer). Das lässt auf einen erheblichen Preisdruck von dieser Seite schließen. Es stellt sich daher die Frage, inwieweit sich die oben genannten Gaspreiserhöhungen auf die VPI-Inflationsrate in Deutschland im nächsten Jahr auswirken könnten. Insgesamt haben die Erdgaspreise einschließlich der von Vermietern auf Mieter umzulegenden Kosten (Heizen mit Erdgas) ein VPI-Warenkorbgewicht von ca. 2,5%. Zu beachten ist dabei, dass die Umlage einen großen Teil der gesamten Erdgaspreiskomponente ausmacht. In der Regel geben die Vermieter Änderungen der Preise nicht unmittelbar an ihre Mieter weiter. Die Weitergabe erfolgt stattdessen zeitlich verzögert. In diesem Zusammenhang und in Anbetracht der Tatsache, dass einige Gasversorger derzeit noch von günstigeren Lieferantenverträgen profitieren, könnten die unmittelbaren Auswirkungen des Preisanstiegs auf die VPI-Gas-Komponente geringer sein, als bei der Betrachtung der PPI-Gaspreise angenommen wird. Obwohl die VPI-Gaspreise spürbar steigen werden, könnten sie erst im Laufe der Zeit in den Geldbeuteln privater Haushalte zu spüren sein.

Erdgaspreise: Produzenten- vs. Verbraucherpreisindex

44



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt

Vor diesem Hintergrund schätzten die deutschen Wirtschaftsinstitute in ihrer jüngsten Gemeinschaftsdiagnose 2021 (veröffentlicht im Oktober), dass die Auswirkungen des starken Anstiegs der Großhandelspreise für Erdgas im Winterquartal die Gesamtinflationsrate in Deutschland 2021/2022 um etwa 0,1 Prozentpunkte erhöhen könnten – unter der Annahme eines durchschnittlichen jährlichen Anstiegs der VPI-Gaspreiskomponente um etwa 3 ½% in den Jahren 2021/2022. Allerdings waren die Erdgaspreise nach monatlichen PPI-Daten zum Zeitpunkt der Analyse noch deutlich geringer als heute (allein im Oktober 2021 stiegen die PPI-Gaspreise um mehr als 40%). Inwieweit und wie schnell sich die aktuelle PPI-Gaspreisspitze letztlich in höheren VPI-Gaspreisen nieder-



schlagen wird, hängt auch von der Restlaufzeit der bestehenden Lieferantenverträge der Gasversorger und der tatsächlichen Dauer des aktuellen Gaspreisanstiegs ab. So könnte beispielsweise ein günstiges Szenario, das durch einen raschen und deutlichen Rückgang der Gaspreise nach den Wintermonaten gekennzeichnet ist, im neuen Jahr bestenfalls einen erheblichen Abwärtsdruck auf die VPI-Gaspreisinflation ausüben. Selbst in diesem Fall gehen wir jedoch davon aus, dass der (wahrscheinlich) verzögerte Anstieg der Umlage für Vermieter, die den Mietern auferlegt wird, bedeuten würde, dass der Effekt vergangener PPI-Gaspreiserhöhungen noch für einige Zeit einen Aufwärtsdruck auf die gesamte VPI-Gaspreiskomponente ausüben könnte (selbst bei sinkenden Preisen).

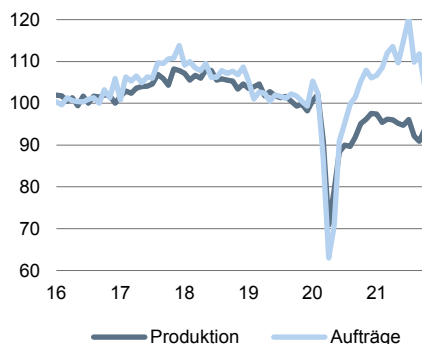
Sebastian Becker (+49 69 910-21548, sebastian-b.becker@db.com)

Industrie in Deutschland: Angebot schließt zu lebhafter Nachfrage auf

Lücke zwischen Produktion und Aufträgen zuletzt verringert

45

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100

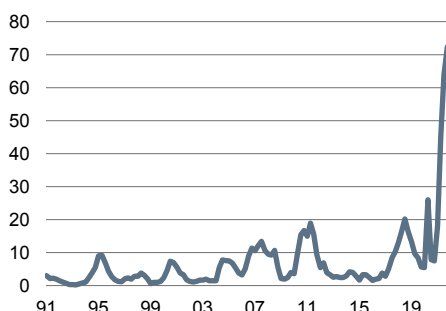


Quelle: Statistisches Bundesamt

Materialknappheit auf Rekordniveau

46

Index* für Knappheit von Vorprodukten im Verarb. Gewerbe, DE, Anteil der Nennungen, %



* Quartalswerte. Q4=Durchschnitt Oktober u. November

Quelle: ifo

- Lieferengpässe werden die Konjunkturerholung in der Industrie vorerst weiter dämpfen. Wenn diese Lieferprobleme jedoch abklingen, die Impfkampagne Fortschritte macht und bessere Medikamente gegen COVID-19 verfügbar sind, sollte sich die Industrieproduktion ab Q2 2022 wieder beleben. Die steigende Inlands- und Auslandsnachfrage nach Kapitalgütern dient als zusätzliche Stütze. Wir prognostizieren für 2022 einen Anstieg der Industrieproduktion um 5,5% (2021: +3,5%). Die Verluste der Jahre 2020 und 2019 werden damit nicht vollständig ausgeglichen.
- Im Automobilsektor ist Deutschland auf dem Weg zu einer neuen Normalität, in der die Produktion im Inland strukturell niedriger ausfällt. Derzeit liegt der Produktionsindex um 48% unter seinem vorherigen Höchststand vom Sommer 2017.

2021 dürfte die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland um 3,5% steigen. Damit werden die Verluste der Jahre 2020 und 2019 (-9,6% bzw. -4,2%) noch nicht vollständig ausgeglichen. Einerseits war 2021 eine lebhafte Nachfrage nach Industriegütern zu verzeichnen. Die Auftragseingänge stiegen in den ersten drei Quartalen des Jahres 2021 deutlich an und erreichten im 3. Quartal einen neuen Höchststand; hierzu trugen u.a. Großaufträge bei. Im Oktober fielen die Zahlen zwar etwas schwächer aus, aber die Auftragseingänge liegen immer noch in etwa auf dem Vorkrisenniveau. Andererseits wurde die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe über das gesamte Jahr hinweg durch Lieferprobleme und den physischen Mangel an Vorprodukten in Mitleidenschaft gezogen. Dies ist auf mehrere externe Schocks zurückzuführen, von extremen Wetterereignissen über Probleme und Ungleichgewichte im globalen Logistiksektor sowie steigende Energie- und Rohstoffpreise bis hin zu erneuten Pandemieausbrüchen, die die Konjunkturerholung bei wichtigen Handelspartnern dämpften. Daher erreichte die Lücke zwischen Auftragseingängen und Produktion, die sich bereits 2020 zu weiten begann, im Juli 2021 einen Rekordhöchststand von rund 25%. Sie war damit so groß wie noch nie seit der deutschen Wiedervereinigung.

Die lebhafte Nachfrage einerseits und die eher geringe Produktion andererseits führten auch dazu, dass die Auftragsbestände auf ein neues Rekordniveau kletterten. Inzwischen liegt der Auftragsbestand um rund 26% über dem Vorkrisenniveau vom Februar 2020. Zugegeben: Dieser Wert wird jeweils anhand der

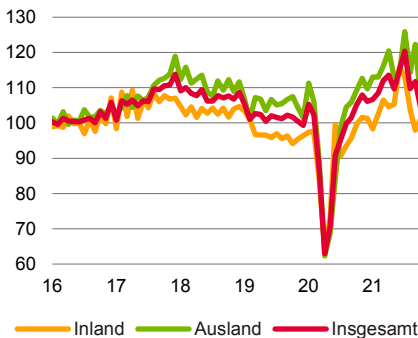


Ausblick 2022: Neue Realitäten

Aufträge bis einschließlich Q3 sehr dynamisch

47

Verarbeitendes Gewerbe in DE, Auftragseingang, 2015=100

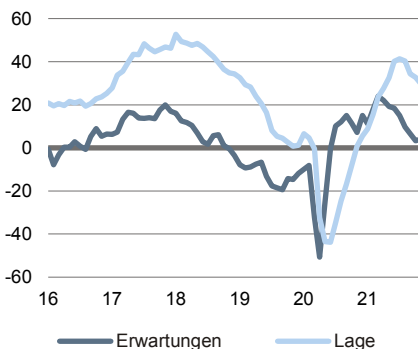


Quelle: Statistisches Bundesamt

Dämpfer bei Erwartungen

48

Verarbeitendes Gewerbe, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen

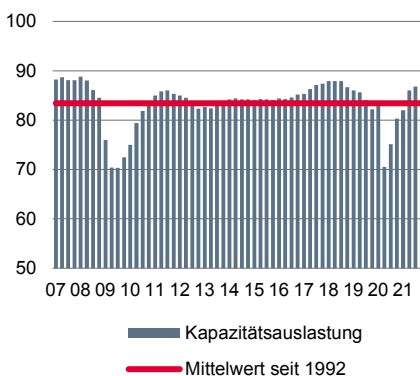


Quelle: ifo Institut

Kapazitätsauslastung in Q4 wieder leicht rückläufig

49

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, %



Quelle: ifo Institut

jüngsten Produktionszahlen berechnet. Wenn der Ausstoß aufgrund von Lieferkettenproblemen sinkt, steigen die Auftragsbestände entsprechend an. Nichtsdestotrotz ist ein beeindruckender Zuwachs bei den Beständen zu verzeichnen. Insbesondere im Automobilssektor, in der Elektrotechnik und in der Chemieindustrie harren noch zahlreiche Aufträge der Bearbeitung.

Lieferkettenprobleme sollten 2022 allmählich abklingen

Lieferkettenprobleme dürften die Konjunkturerholung in der Industrie weiterhin dämpfen, wenngleich die Talsohle wohl in Sicht ist. Eine rasche Entspannung ist nicht zu erwarten. Im November 2021 meldeten über 74% der Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe, dass sie ihre Produktion aufgrund von Engpässen bei Vorprodukten drosseln mussten. Dies ist der zweithöchste Wert nach dem September 2021. Zum Vergleich: Der Durchschnittswert für die Jahre 1991 bis 2020 liegt bei 5,4%. Vom Materialmangel sind alle Industriesektoren betroffen. Hersteller von Investitionsgütern bekommen das Phänomen allerdings besonders deutlich zu spüren.

Angesichts der anhaltenden Lieferengpässe und der negativen Auswirkungen der hohen und zum Teil noch steigenden COVID-19-Infektionszahlen in Europa und anderen wichtigen Exportmärkten dürfte die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe im 4. Quartal 2021 und im 1. Quartal 2022 lediglich marginal zulegen. Nach wie vor wirkt hier nicht die Nachfrage dämpfend, wenngleich die Auftragsgänge im Winterhalbjahr gegenüber dem sehr hohen Niveau von Q3 2021 niedriger ausfallen dürften. Die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe sank zu Beginn des 4. Quartals. Auch die Geschäftserwartungen haben sich in den vergangenen Monaten eingetrübt und waren zuletzt nur noch knapp positiv. Beide Indikatoren deuten darauf hin, dass die Konjunktur noch für einige Zeit lahmen dürfte. Wenn jedoch die Angebotsengpässe abklingen, die Impfkampagne Fortschritte macht und bessere Medikamente gegen COVID-19 verfügbar sind, sollte sich die Dynamik ab Q2 2022 beschleunigen. Eine steigende Inlands- und Auslandsnachfrage nach Investitionsgütern sollte zusätzlich stützend wirken. Wir prognostizieren für 2022 einen Anstieg der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe um 5,5%. Daraus resultiert ein beträchtlicher statistischer Überhang für den Jahresbeginn 2023, weshalb wir trotz niedrigerer Quartalswachstumsraten für 2023 erneut einen Zuwachs um 5% erwarten. Aber selbst bei einem solchen Wachstum der inländischen Fertigung würde das Produktionsvolumen im Jahr 2023 noch unter dem Höchststand von 2018 liegen.

Produzentenpreise dürften zumindest im 1. Halbjahr 2022 hoch bleiben

Eine höhere Nachfrage nach Industriegütern, die Lieferkettenprobleme und höhere Rohstoff- und Importpreise haben auf die deutschen Erzeugerpreise durchgeschlagen. Im Oktober 2021 wurde mit 18,4% gg. Vj. der stärkste Anstieg seit Anfang der 1950er Jahre verzeichnet. Kurzfristig ist kein nennenswerter preisdämpfender Effekt in Sicht. Eine rekordhohe Anzahl von Industrieunternehmen hat aufgrund des Ungleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage Preiserhöhungen angekündigt. Die Erzeugerpreise sollten also zumindest im 1. Halbjahr 2022 kräftig gg. Vorjahr steigen, wenngleich etwas Entspannung vonseiten der Rohstoffpreise zu erwarten ist. Die aktuellen Angebotsengpässe dürften mit einigen Monaten Verzögerung auf die Verbraucherpreise durchschlagen. Einige Hersteller von Konsumgütern haben die höheren Preise für Rohstoffe und Vorprodukte noch nicht an die Verbraucher weitergegeben. In einigen Handwerks- und Dienstleistungssektoren ist zudem weiterhin ein Mangel an Fachkräften zu spüren, der die Preise nach oben treiben dürfte. Zusammen mit anderen angebotsseitigen Schocks dürften diese Entwicklungen auch 2022 zu höheren Verbraucherpreisen beitragen.

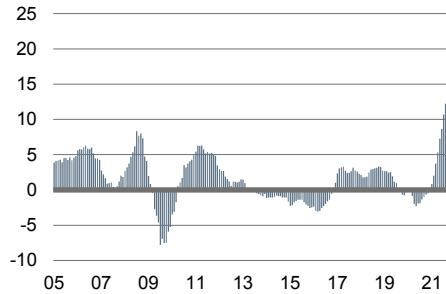


Ausblick 2022: Neue Realitäten

Hohe Dynamik bei Erzeugerpreisen

50

Erzeugerpreise für gewerbliche Produkte in Deutschland, % gg. Vj.

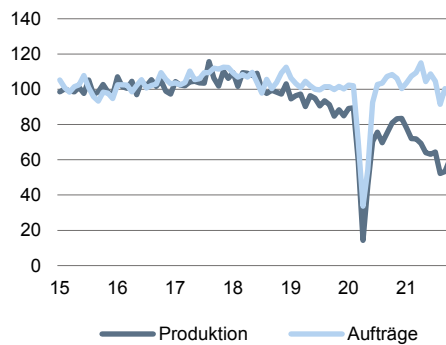


Quelle: Statistisches Bundesamt

Automobilproduktion in Deutschland weit unter früheren Höchstständen

51

Produktion und Aufträge in der Automobilindustrie in Deutschland, 2015=100

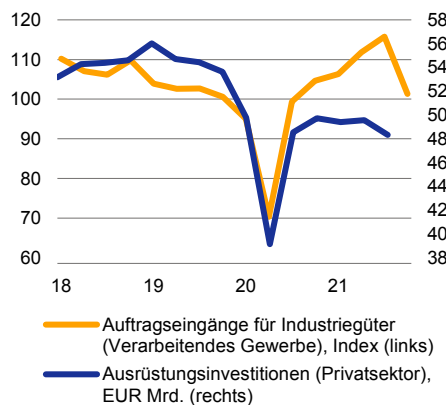


Quelle: Statistisches Bundesamt

Ausrüstungsinvestitionen vs. Aufträgeingänge

52

Saison- und kalenderbereinigte Quartalswerte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

Automobilproduktion in Deutschland: 2022 auf dem Weg zur neuen Normalität

Im Automobilssektor waren die Angebotsengpässe besonders deutlich zu spüren. Vor allem der globale Mangel an Halbleitern machte sich bemerkbar. Daher haben einige Hersteller Fabriken vorübergehend geschlossen oder Kurzarbeit angeordnet. Auch Automobilzulieferer wurden von den Engpässen bei Halbleitern in Mitleidenschaft gezogen, sei es nun direkt oder indirekt durch eine geringere Nachfrage seitens der Autoproduzenten. Daher dürfte die Produktion im Automobilssektor (einschließlich Zulieferern) in Deutschland nach dem Einbruch des vergangenen Jahres (-23,5%) in diesem Jahr erneut um 7% sinken. Damit geht sie im vierten Jahr in Folge zurück. Der Ausstoß liegt derzeit um 48% unter dem Höchststand vom Sommer 2017. Dies ist für den Automobilstandort Deutschland ein wirtschaftlicher Schock. Die Exporte und die Neuzulassungen sind ebenfalls deutlich gesunken.

Angesichts der ungünstigen Entwicklung in Deutschland (und einigen ausländischen Märkten) ist es überraschend, dass die Finanzkennzahlen der deutschen Autohersteller in der Krise immer noch vergleichsweise gut ausfallen. Aufgrund der erwähnten Lieferengpässe konzentrieren sie sich auf die Herstellung von Autos mit hohen Margen. In der Folge sinken die Produktionsvolumina. Auf der Kostenseite profitieren die Unternehmen von den Kurzarbeiterregelungen.

Die Automobilproduktion sollte sich 2022 erholen, wenngleich die Lieferengpässe nicht vollständig behoben werden. Wir prognostizieren eine Steigerung um bis zu 20%. Allerdings rechnen wir weder bei der Produktion im Inland noch bei den Exporten mit einer Rückkehr zu den früheren Höchstständen. Dafür gibt es strukturelle Gründe. Der Anteil von Elektroautos an der Gesamtproduktion steigt an. Kurzfristig sinken die verfügbaren Kapazitäten, wenn die Fabriken auf die Herstellung von Elektrofahrzeugen umgestellt werden. Mittel- bis langfristig gerät die Produktion von Bauteilen für Dieselfahrzeuge und Benzinern durch die Umstellung auf E-Mobilität allmählich unter Druck. Netto wird dies die Wertschöpfung im Automobilssektor in Deutschland senken, wenngleich zahlreiche Unternehmen angekündigt haben, verstärkt Batterien in Deutschland produzieren zu wollen. Zudem könnte es künftig aus Kostengründen zu konzerninternen Verschiebungen der Produktion in Europa kommen. Die „neue Normalität“ am Automobilstandort Deutschland könnte so aussehen, dass das Produktionsvolumen um 10 bis 20% unter den früheren Höchstständen liegt (bei der stückzahlmäßigen Pkw-Produktion könnte die Lücke noch größer ausfallen).

Ausrüstungsinvestitionen: Warten auf das Frühlingserwachen

Kurzfristig wird die private Investitionstätigkeit (Maschinen und Ausrüstungen) weiterhin durch Störungen der Lieferkette sowie eine gewisse Zurückhaltung aufgrund der aktuellen Corona-Lage gebremst. Diese erzwungene Investitionszurückhaltung führt jedoch zu einem erheblichen Nachholbedarf, der sich realisieren wird, sobald diese Engpässe und Unsicherheiten abnehmen (2. Quartal 2022). Die Automobilindustrie wird weiterhin in die Umstellung der Fabriken auf die Produktion von Elektroautos investieren. Dies wird die Investitionen in der Elektrotechnik sowie im Maschinenbau ankurbeln. Alle Branchen werden ihre Investitionen in die digitale Infrastruktur vorantreiben.

Die angestrebte grüne Transformation der deutschen Industrie ist ein anspruchsvolles Projekt für die kommenden Jahrzehnte. Sie kann nur gelingen, wenn die Politik den richtigen ordnungspolitischen Rahmen setzt, einschließlich verschiedener Instrumente zur Unterstützung dieser Transformation (direkte Subventionen, günstigere steuerliche Abschreibungsregeln, F&E-Ausgaben usw.). Die makroökonomischen Auswirkungen hängen in hohem Maße von diesem Rahmen ab. Wenn er nicht ausreicht, um einen Business Case zu gewähr-

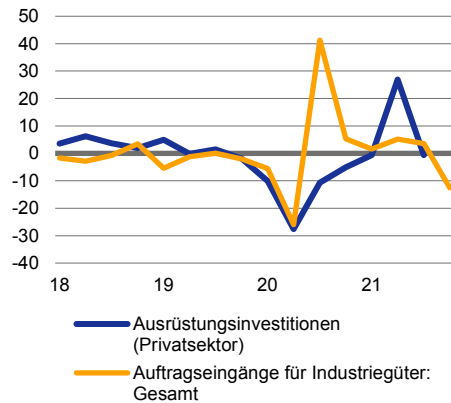


Ausblick 2022: Neue Realitäten

Ausrüstungsinvestitionen vs. Auftrags-
eingänge

53

% gg. Vj. (real)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

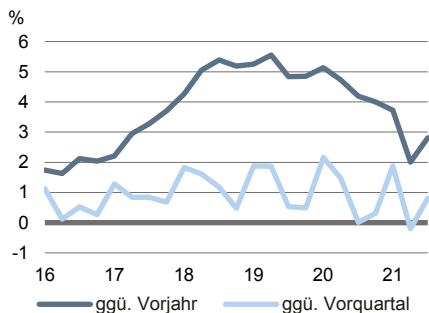
leisten, werden die erforderlichen Investitionen (in Deutschland) nicht in dem gewünschten Umfang getätigt. Grundsätzlich dürften die direkten Auswirkungen auf die Investitionstätigkeit im Jahr 2022 noch begrenzt bleiben, da sich Unternehmen mit größeren Investitionsentscheidungen zurückhalten könnten, bis die neue Regierung die entsprechenden Gesetze auf den Weg gebracht hat. Allerdings will die Politik die Dynamik dieser Transformation erhöhen. Die grüne Transformation dürfte daher im Jahr 2023 die Ausrüstungsinvestitionen stützen.

Angesichts der wirtschaftlichen Unsicherheiten (z.B. Omikron) und eines nach wie vor herausfordernden wirtschaftlichen Umfelds für die Industrie erwarten wir, dass die (realen) Ausrüstungsinvestitionen im 4. Quartal 2021 das zweite Quartal in Folge schrumpfen. Ab dem 2. Quartal 2022 dürften sich die Ausrüstungsinvestitionen jedoch aufgrund starker konjunktureller Aufholeffekte wieder spürbar erholen. Infolgedessen dürften die Ausrüstungsinvestitionen im Jahr 2022 im Durchschnitt um rund 4 % steigen (nach voraussichtlich +2,9 % im Jahr 2021).

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

Kredite an inländische Unternehmen
und Selbstständige*

54



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Kreditvergabe an Unternehmen: Weiter abwärts, bevor es wieder besser wird?

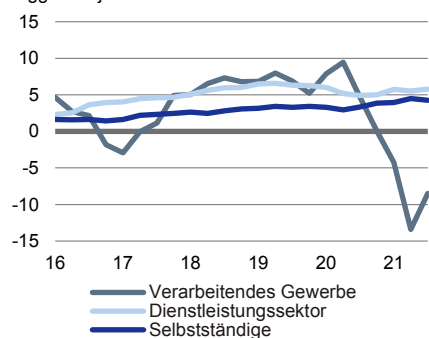
- Das Wachstum der Kredite an Unternehmen und Selbstständige hat sich deutlich verlangsamt und liegt inzwischen nur noch bei 2,8% ggü. Vj. Dabei gibt es allerdings große Unterschiede zwischen einem starken Rückgang im Verarbeitenden Gewerbe und unverändert dynamischem Wachstum im Dienstleistungssektor und bei Selbstständigen.
- Auslandsbanken und Landesbanken schrumpfen, Genossenschaftsbanken und Sparkassen können ihre Marktanteile dagegen weiter ausbauen. Kredite mit kurzer Laufzeit sind rückläufig, im Gegensatz zu langfristigen Darlehen, die weiterhin einen kräftigen Anstieg verzeichnen.
- 2022 dürfte sich das Kreditwachstum zunächst weiter verlangsamen, bevor es schließlich im Zuge der Konjunkturerholung wieder zulegen könnte – sofern die Pandemie schlussendlich abklingt und sich die Lieferengpässe entspannen.

Die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige in Deutschland hat sich seit Beginn der Corona-Pandemie deutlich verlangsamt. Nachdem die Wachstumsrate in Q1 2020 zunächst noch einmal anstieg, auf über 5% ggü. Vj., ging sie in der Folge kontinuierlich zurück. Im vergangenen Quartal (Stand Ende September) erholte sie sich dann wieder leicht auf 2,8%. Hinter diesem Gesamtwert verbergen sich große Unterschiede: Im Verarbeitenden Gewerbe ist das ausstehende Kreditvolumen deutlich geschrumpft (-8,5% ggü. Vj.), dagegen wachsen die Kredite an den Dienstleistungssektor (+5,8%) und an Selbstständige (+4,2%; nahe dem Höchststand der vergangenen 20 Jahre) weiterhin sehr dynamisch. Letztere Zahlen wirken zwar auf den ersten Blick eindrucksvoll, könnten aber zum Teil auch aus der Not geboren sein: Umsätze und Gewinne in einer Reihe von Dienstleistungsbranchen leiden nach wie vor unter der Pandemie, sei es direkt wegen anhaltender Einschränkungen oder indirekt wegen einer schwächeren Nachfrage. Neben direkten staatlichen Zuschüssen (die sich seit dem Frühjahr 2020 inzwischen auf knapp EUR 60 Mrd. summieren) greifen daher zahlreiche Unternehmen weiterhin auf Bankkredite als wichtige Liquiditätsquelle zurück, um diese schwierige Phase zu überstehen. Daneben profitie-

... nach Branche

55

% ggü. Vorjahr

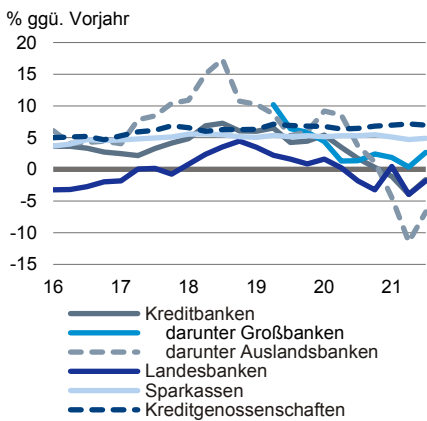


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research



Ausblick 2022: Neue Realitäten

... nach Bankengruppe* 56



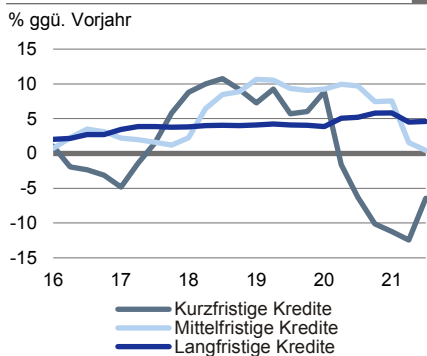
* ohne sonstige Finanzinstitute
 Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

ren immobiliennahe Branchen wie Wohnungsunternehmen und Gewerbeimmobilienfirmen – sowie die Baubranche – vom anhaltenden Immobilienboom. Die beiden erstgenannten Branchen sind zudem Schwergewichte, auf die nicht weniger als 58% der gesamten Kredite an den Dienstleistungssektor entfallen. Im Gegensatz dazu hatten sich viele Unternehmen aus dem Verarbeitenden Gewerbe in der Frühphase der Pandemie enorme Liquiditätsreserven zugelegt, die sie nun langsam abbauen können, weil ihr Geschäft wieder anzieht und die Unsicherheit abklingt.

Insgesamt liegt das Kreditvolumen mit Unternehmen aus den (eher zyklischen) Branchen Maschinenbau/Auto, Metall und Chemie aktuell 21%, 5% bzw. 14% niedriger als im Vorjahr. Dagegen sind die Kredite an Wohnungsunternehmen um 8%, an Gewerbeimmobilienfirmen um 4% und an unternehmensnahe Dienstleistungen um 8% gestiegen (die Reihenfolge entspricht der Größe des Kreditbuchs). Auch die Kredite an Bauunternehmen haben um 7% ggü. Vj. zugelegt.

Bei der Kreditvergabe der verschiedenen Bankengruppen sind ebenfalls deutliche Unterschiede festzustellen. Auslandsbanken, die vor der Rezession Marktanteile gewonnen hatten, haben sich zuletzt wieder rasch auf ihre Heimatmärkte zurückgezogen. Ihr ausstehendes Kreditvolumen ist 7% niedriger als vor einem Jahr. Das erinnert stark an das prozyklische Verhalten, das „Rein und Raus“ der Auslandsbanken rund um die Finanzkrise der Jahre 2007-09. Bei den Landesbanken, deren Kreditvolumen seither bereits über weite Strecken geschrumpft war, ist das auch heute wieder der Fall (-2%). Die Großbanken befinden sich mit +3% im Mittelfeld, hinter den Sparkassen (+5%) und den Genossenschaftsbanken (+7% – de facto das stärkste Wachstum seit 25 Jahren), die beide seit über zehn Jahren meist vorn liegen. Dabei profitieren sie nicht zuletzt von ihrer dominanten Position im wachsenden Geschäft mit Selbstständigen. Dagegen haben Großbanken, Auslandsbanken und Landesbanken vor allem eine starke Stellung im Verarbeitenden Gewerbe.

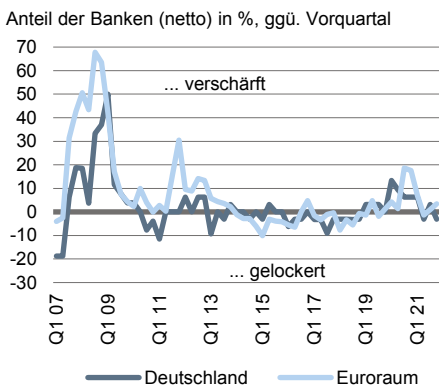
... nach Fristigkeit* 57



* ohne sonstige Finanzinstitute
 Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Da manche Unternehmen derzeit ihre Liquiditätshaltung verringern, sinken die kurzfristigen Kredite (-6% ggü. Vj.). Dies gilt vor allem für das Verarbeitende Gewerbe, aber auch für den Handel. Bei Laufzeiten von 1-5 Jahren ist eine erhebliche Verlangsamung der Kreditvergabe zu verzeichnen und die Volumina stagnieren inzwischen. Nur bei längeren Laufzeiten findet noch kräftiges Wachstum statt (+5%).

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen* 58



* Q4 21 erwarteter Wert
 Quellen: Deutsche Bundesbank, EZB

Was ist 2022 zu erwarten? Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung spielt natürlich eine wesentliche Rolle. Dabei hängt wiederum viel davon ab, ob und wie schnell die Pandemie abklingt. Nach aktuellen Prognosen wird die Konjunktur in Deutschland nach einem schwachen Winterhalbjahr ab Q2 Fahrt aufnehmen. Die Kreditvergabe an Unternehmen könnte darauf mit einer gewissen Verzögerung reagieren, weil die Firmen voraussichtlich eher die höhere Verschuldung abbauen wollen als neu zu investieren. Das Kreditwachstum dürfte sich zunächst weiter verlangsamen – zumal Teil-Lockdowns die Stimmung und die Konjunktur wieder dämpfen. Ein Rückgang gegenüber Vorjahr ist allerdings nicht sehr wahrscheinlich.

2022 dürfte auch die wirtschaftspolitische Unsicherheit (WPU) höher sein als gewöhnlich, da die neue Regierung beginnen wird, ihre Reformagenda umzusetzen, zu vielen Vorhaben aber noch keine Einzelheiten bekannt sind. Im Gegensatz zu verschiedenen südeuropäischen Ländern spielt die WPU jedoch in



Deutschland keine entscheidende Rolle bei der Kreditvergabe.²⁵ Warum? Wahrscheinlich weil sich die Finanzierungsbedingungen im Allgemeinen während des umfassenden Aufschwungs der deutschen Volkswirtschaft in den vergangenen mehr als 15 Jahren ein Stück weit von der Wirtschaftspolitik abgekoppelt haben. Seit einer Kreditklemme zu Beginn des neuen Jahrtausends – vor der Einführung von Basel II, bei dem Ratings zur Beurteilung der Unternehmensbonität im Mittelpunkt stehen – sind die Finanzierungsbedingungen relativ günstig. Selbst während der Finanzkrise hatten zwar viele Banken ihre Kreditstandards etwas verschärft, aber es kam nicht auf breiter Front zu Kreditengpässen. Insbesondere die kleinen Sparkassen und Genossenschaftsbanken waren von der globalen Krise kaum betroffen und konnten daher ohne nennenswerte Einschränkungen weiter Kredite vergeben. Manche Unternehmen aus Südeuropa litten dagegen zum Teil während der Finanzkrise und mehr noch während der Staatsschuldenkrise (2010-15) unter einer Kreditklemme, weil ihre heimischen Banken stark unter Druck standen. In diesen Ländern scheint die WPU größere Auswirkungen auf die Kreditvergabe gehabt zu haben als in Deutschland.

In den letzten Jahren hat jedoch eine immer lockerere Geldpolitik dazu geführt, dass die Finanzierungsbedingungen im gesamten Euroraum (und insbesondere in Südeuropa) günstiger wurden. Zusammen mit umfangreichen fiskalischen Eingriffen wurde so auch eine spürbare Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen in der aktuellen Pandemie vermieden: Weder gab es eine merkliche Verschärfung der Kreditstandards, noch einen nennenswerten Anstieg der Zinsen in der EWU. In Deutschland dürfte selbst die neue Bundesregierung kaum rasch etwas an der zugrunde liegenden Dynamik bei der Kreditvergabe ändern. Nur dort, wo die Regierung intensiv auf neue Investitionen drängt (z.B. Klimaschutz, Digitalisierung) und es schafft, zügig Mittel zu mobilisieren, könnten relativ bald Auswirkungen auf die Kreditvergabe zu spüren sein.

Zu guter Letzt: Die Rezession hat nicht, wie weithin befürchtet, zu mehr Unternehmensinsolvenzen geführt – ganz im Gegenteil. Zunächst hatte die Regierung ein Insolvenzmoratorium verhängt, aber auch nach dessen stufenweisem Auslaufen (der letzte Schritt erfolgte im Mai 2021) stiegen die Zahlen nicht wesentlich an, sondern stabilisierten sich auf niedrigem Niveau. Insgesamt wurden im Jahr 2020 in Deutschland 15.840 Unternehmensinsolvenzen verzeichnet, d.h. 16% weniger als im Vorjahr. 2021 könnte der Wert erneut um 14% ggü. Vj. sinken, wenngleich die Zahl der Insolvenzen nach den jüngsten verfügbaren Monatsdaten im August und September nur noch 2% unter dem Vorjahresniveau lag. Warum verläuft die Entwicklung so günstig? Erstens dürften zahlreiche Unternehmen ihre Kosten erfolgreich gesenkt und Investitionen aufgeschoben haben, um zu überleben. Zweitens sind wahrscheinlich viele Firmen sozusagen „freiwillig“, ohne formelles Insolvenzverfahren, aus dem Markt ausgeschieden; dazu gibt es keine offiziellen Zahlen. Am wichtigsten waren aber wohl, drittens, die bereits erwähnten, umfangreichen direkten staatlichen Zuschüsse. In den vergangenen 12 Monaten haben sie eine dominierende Rolle gespielt, mehr noch als die staatlich garantierten Kredite von Förderbanken wie der KfW, die in der ersten Phase der Corona-Krise von größerer Bedeutung waren. Und da parallel zu den neuen, in der vierten Welle verhängten Einschränkungen eine Verlängerung der Unterstützungsmaßnahmen beschlossen wurde, dürfte sich daran noch weit ins Jahr 2022 hinein auch wenig ändern.

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

²⁵Vgl. auch Kaya, Orçun (2018), Wirtschaftspolitische Unsicherheit in Europa: Schädlich für Kapitalmärkte und die Kreditvergabe, Aktueller Kommentar, Deutsche Bank Research. Auch in der jüngeren Vergangenheit war die Korrelation zwischen den monatlichen WPU-Daten und der Unternehmenskreditvergabe sehr gering (Koeffizient lediglich 0,13).



Neue Bundesregierung: Hohe Ambitionen treffen auf den politischen Alltag

Verteilung der Ministerien nach Partei

59

Partei	Anzahl Kabinettsmitglieder	Ministerien
SPD	10	Kanzleramt; Innen & Heimat; Verteidigung; Arbeit & Soziales; Bauen; Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
Grüne	6	Wirtschaft & Klimaschutz; Auswärtiges Amt; Umwelt, Naturschutz, nukleare Sicherheit & Verbraucherschutz; Ernährung und Landwirtschaft; Familie, Senioren, Frauen & Jugend
FDP	3	Finanzen; Justiz; Verkehr & Digitales; Bildung & Forschung

Anm.: Staatsminister/innen im Kanzleramt: SPD 3, Grüne 1. Die Grünen werden die Staatsminister/innen im Auswärtigen Amt stellen.

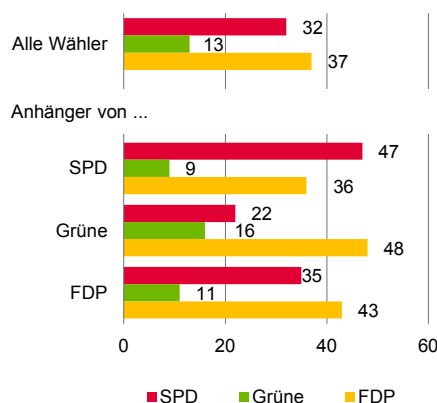
Quelle: Deutsche Bank Research

- **Was steht für die ersten 100 Tage im Amt an?** Die Regierung hat mitten im erneuten Aufflammen der Corona-Pandemie ihre Amtsgeschäfte aufgenommen und musste dementsprechend hierzu bereits erste Entscheidungen treffen. Für die nahe Zukunft stehen die Maßnahmen des Klimapakets an sowie die neuen Abschreibungsregeln für Klima- und Digitalinvestitionen. Die fiskalischen Auswirkungen dürften vorerst überschaubar bleiben.
- **Stabilität der Dreierkoalition sollte gegeben sein.** Angesichts des demonstrierten Vertrauens zwischen den drei Koalitionspartnern, einer generellen politischen Stabilitätskultur sowie des Mangels an alternativen Regierungsmehrheiten sehen wir keinen Grund, an der Stabilität dieser Regierung zu zweifeln – selbst wenn es sicherlich Kontroversen zwischen den drei Parteien (und ihren verschiedenen Parteiflügeln) geben dürfte.
- **Weniger Fiskalorthodoxie in der EU-Politik.** Einige der Punkte im Koalitionsvertrag geben deutliche Hinweise auf die zukünftigen deutschen Positionen in Diskussionen auf EU-Ebene. Gemeinsame Schritte bei einer moderaten Reform der Fiskalregeln scheinen möglich, zudem gibt es volle Unterstützung für die Vorschläge der EU-Kommission in der Klimapolitik. Frankreich bleibt Deutschlands wichtigster Partner in der EU.

Viele Wähler sehen die FDP in einer starken Position

60

Bei den Koalitionsverhandlungen am meisten durchgesetzt, % der Wähler



Quelle: ARD Deutschlandtrend vom 2. Dezember

Ampekoalition startet ihre „Modernisierungsmission“

Hin zu nachhaltigerer Wirtschaft und resilienterer Gesellschaft. Nachdem Olaf Scholz mit einer breiten parlamentarischen Mehrheit zum 9. Deutschen Bundeskanzler gewählt und das Kabinett vereidigt wurde, kann die Regierung beginnen, ihr Programm umzusetzen: Die Transformation Deutschlands hin zu einer sozial-ökologischen Volkswirtschaft (s. [unsere Analyse des Koalitionsvertrags](#), auf Englisch). Von der FDP wird erwartet, dass sie dem Wort „Markt“ in der „Sozialen Marktwirtschaft“ weiterhin Gehör verschafft. In der öffentlichen Wahrnehmung hat sich die FDP im Koalitionsvertrag mit ihren Vorstellungen am stärksten durchgesetzt (Schuldenbremse, Übernahme des Finanzministeriums). Dies ist besonders unter den Anhängern der Grünen die vorherrschende Sicht (s. Grafik). Ganz generell läuft die neue Regierung mit ihren ambitionierten Zielen – kondensiert im Titel des Koalitionsvertrags „Mehr Fortschritt wagen“ – auch ein gewisses Risiko, die hohen Erwartungen der Wähler zu enttäuschen.

Was kann man in den ersten 100 Tagen erwarten? Das neue Kabinett unter Bundeskanzler Scholz nimmt seine Amtsgeschäfte mitten in einer weiteren Corona-Welle auf und im Umfeld hoher Inflationsraten. Es wird also keine Schonfrist für die neuen (viele von ihnen unerfahrenen) Minister geben, die Ministerien mit z.T. neuem Zuschnitt übernehmen. Die Debatte um das neue Infektionsschutzgesetz und absehbar eine Impfpflicht über die gerade beschlossene für bestimmte Berufsgruppen hinaus – Letzteres vor allem für die FDP eine deutliche Kehrwende – zeigt, dass die inhaltliche parlamentarische Arbeit der Regierung bereits begonnen hat und ihr Entscheidungen über den Koalitionsvertrag hinaus abverlangt werden. Parallel zum Management der Pandemie müssen die legislativen Entscheidungen für das Klimapakets und die neuen Abschreibungsregeln vorbereitet werden. Neben der innenpolitischen Agenda erfordert die außenpolitische die volle Aufmerksamkeit der Regierung, angefangen von der G7-Präsidentschaft über die gedrängte EU-Agenda (u.a. Reform des Wachstums- und Stabilitätspaktes, Bankenunion mit Einlagensicherung EDIS) bis zu sicherheitspolitischen Aspekten. Weitere Projekte kommen im Laufe von 2022 dazu (s. Tabelle). Finanzpolitisch dürften die Auswirkungen der



Ausblick 2022: Neue Realitäten

Meilensteine der Ampelkoalition für 2022 61

Bereich	Meilenstein
Klimaschutz	Einführung eines Klimaschutz-Sofortprogramms, inkl. z.B. Überprüfung eines früheren Kohleausstiegs, Beschleunigung Ausbau von erneuerbarer Energien, Aufbau einer „Allianz für Transformation“ mit zentralen Akteuren, Einführung strengerer Energiestandards für Neubauten
Modernisierung des Staates	Schnellere Planungs- und Genehmigungsverfahren auf den Weg bringen (z.B. mehr Ressourcen in Ämtern/Gerichten, Digitalisierung von Prozessen, Pakt mit Ländern) Reform des Wahlrechts, um das Anwachsen des Bundestages zu verhindern
Steuern	Befristete Steuererleichterungen für Unternehmen, z.B. „Super-Abschreibungen“ für grüne/digitale Investitionen in 2022/23
Altersvorsorge	Gesetzliche Rentenversicherung mit einer kapitalgedeckten Säule ergänzen (EUR 10Mrd. angekündigt für 2022)
Arbeitsmarkt	Erhöhung des Mindestlohns auf 12 Euro Testen von Regelungen für flexiblere Arbeitszeiten
Außenpolitik	Vorlegen einer umfassenden nationalen Sicherheitsstrategie

Quelle: Deutsche Bank Research, auf Basis des Koalitionsvertrags

Vorgezogene Neuwahlen – eine Seltenheit 62

3 vorgezogene Neuwahlen seit 1949

Jahr	Abgehende Regierung	Neue Regierung	Streitpunkt
1972	SPD-FDP (Brandt)	SPD-FDP (Brandt)	Ostpolitik
1983	SPD-FDP (Schmidt)	CDU/CSU-FDP (Kohl)	Verteidigung, Wirtschaftspolitik
2005	SPD-Grüne (Schröder)	CDU/CSU-SPD (Merkel)	Arbeitsmarktpolitik / Hartz IV

Quellen: Bundeszentrale für politische Bildung, Deutsche Bank Research

Regierungsprojekte auf kurze Sicht erst einmal überschaubar bleiben (siehe unseren Artikel zur Finanzpolitik).

Stabilität der Dreierkoalition sollte gegeben sein. Mehrere Argumente sprechen für die Stabilität dieser (unerprobten) Koalition aus SPD, Grünen und FDP. Erstens scheinen die Partner trotz aller Unterschiedlichkeit eine tragfähige Vertrauensbasis entwickelt zu haben, vermutlich auch, weil alle ihre prioritären Punkte im Koalitionsvertrag verankern konnten. Zweitens hat Scholz einen Führungsstil angekündigt, der eine gewisse Abkehr vom Kanzler-fokussierten Modell hin zu mehr machtpolitischer Balance mit dem Vize-Kanzler Habeck und Finanzminister Lindner vermuten lässt. Drittens hat es in der (Bundesrepublik) Deutschland nur drei vorgezogene Neuwahlen gegeben, was auf eine große politische Stabilitätskultur hindeutet. Und viertens dürfte auch der Mangel an alternativen Regierungsmehrheiten die Partner zusammenschweißen. Im Hinblick auf ihren Zeithorizont haben die Koalitionspartner mehrfach unterstrichen, dass sie beabsichtigen, auf der Grundlage einer erfolgreich umgesetzten Politikagenda in vier Jahren wieder anzutreten.

Politische Reibereien werden auftreten. Sicher wird die Regierungsarbeit nicht so geräuschlos verlaufen wie – zumindest nach außen – die Koalitionsverhandlungen. Dissens könnte, anders als erwartet, eher zwischen einer gefühlten Wiederauflage der sozial-liberalen Verbindung einerseits und den Grünen andererseits entstehen. Zu den Unwägbarkeiten gehören auch wieder aufflammende Flügelkämpfe bei den Grünen und der SPD, die auch die Fraktionsarbeit erreichen könnten. Freilich verfügt die Ampelkoalition über eine sehr breite parlamentarische Mehrheit.

Deutsche Regierungsarbeit im europäischen und globalen Umfeld

Volle EU-Agenda und Chancen für Reformen. Deutschland ist beim Dezembergipfel der EU-Staats- und Regierungschefs bereits durch Olaf Scholz vertreten – und er ist kein Unbekannter für die Regierungschefs in den Partnerländern. Immerhin hat er als Finanzminister den NGEU und die Einführung einer globalen Mindeststeuer für Unternehmen erfolgreich verhandelt. Gleichwohl bleiben auch nach Merkel die Erwartungen an Deutschland als (implizite) Führungsnation groß (s. Grafik). Ohne Zweifel ist (auch) die neue Regierung sehr EU-freundlich aufgestellt. Frankreich wird weiterhin der engste Partner in der Europäischen Union bleiben. Zudem bietet die französische Ratspräsidentschaft im ersten Halbjahr 2022 die Gelegenheit, gemeinsam Projekte voranzutreiben. Dazu gehören unter anderem:

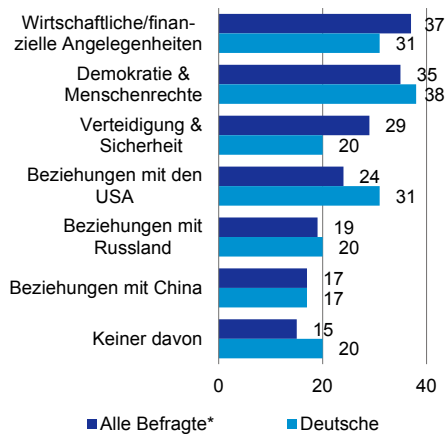
- **Den Green Deal verwirklichen:** Die Ampelkoalition trägt den Kommissionsvorschlag „Fit for 55“ in vollem Umfang mit. Dieser sieht u.a. die Ausweitung des europäischen Emissionshandelssystems auf weitere Branchen vor, die Einführung eines CO₂-Grenzausgleichsmechanismus (CBAM, s. englische [Präsentation](#)) sowie neue Emissionsstandards für Autos. Da Frankreich besonders nachdrücklich den CBAM befürwortet, könnte das neue klima- und handelspolitische Instrument bereits im Laufe von 2022 von EP und Rat (qualifizierte Mehrheit) angenommen werden.
- **Vorsichtige Reformen für die Eurozone:** Erstens zeigt die neue Regierung eine gewisse Bereitschaft, die Fiskalregeln zu reformieren. Der Koalitionsvertrag stellt dazu fest (S. 133): „Der Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) hat seine Flexibilität bewiesen. Auf seiner Grundlage wollen wir Wachstum sicherstellen, die Schuldentragfähigkeit erhalten und für nachhaltige und klimafreundliche Investitionen sorgen.“ Allerdings dürfte sich die Reformdiskussion hinziehen und kaum vor den französischen Präsidentschaftswahlen im April 2022 beendet sein. Zweitens hat die Ampelkoalition ein klares Bekenntnis zur Vollendung der Bankenunion abgelegt, was gegebenenfalls



Ausblick 2022: Neue Realitäten

Europäer vertrauen in Deutschlands Führungsvermögen für Europa 63

Haben Sie Vertrauen in Deutschland, die europäischen Interessen zu verteidigen, wenn es in folgenden Bereichen eine führende Rolle hat? in %



Anm.: *Antworten aus 11 Ländern (FR, DK, ES, PL, PT, SE, IT, AT, NL, BG, HU)

Quelle: ECFR, Beyond Merkelism: What Europeans expect post-election Germany, Sep. 2021

neue Impulse für die Diskussion von EDIS, dem europäischen Einlagensicherungssystem, hervorbringen könnte. Und drittens unterstützt die Regierung die (politisch beschlossene) Einführung von neuen Eigenmitteln für die EU, wie sie der Zeitplan bis 2023 vorsieht. Die detaillierten Vorschläge der Kommission hierzu stehen allerdings noch aus.

- **Stärkung der EU als Global player:** Angesichts seiner wirtschaftlichen Größe und seiner starken Handels- und Investitionsbeziehungen dürfte Deutschland weiterhin deutlichen Einfluss auf die Positionierung der EU ggü. China nehmen. Trotz der etwas härteren Tonlage der neuen Außenministerin Baerbock (z.B. ZEIT 2. Dezember), dürfte sich an der von Merkel etablierten Strategie des konstruktiven Dialogs vorerst wenig ändern. Auf EU-Ebene wirbt die neue Regierung dafür, in der Außen- und Sicherheitspolitik zügig (qualifizierte) Mehrheitsentscheidungen einzuführen.
- **Ehrgeizige institutionelle Reformen:** Sollte die Konferenz für die Zukunft Europas als ein Ergebnis Vertragsreformen vorschlagen, dürfte Deutschland dies vermutlich unterstützen. Zudem drängt die neue Regierung auf die Einführung eines einheitlichen europäischen Wahlrechts für das EP mit teils transnationalen Listen und einem verbindlichen Spitzenkandidatensystem (S. 131 Koalitionsvertrag).

G7-Präsidentschaft – erster Schritt hin zu einem globalen Klima-Klub? Deutschlands G7-Präsidentschaft im Jahr 2022 bietet der neuen Regierung eine Plattform, um ihre internationalen Vorhaben voranzutreiben. Während es noch keine offizielle Agenda gibt, zeichnen sich erste Ideen ab. Die neue Regierung beabsichtigt, im Rahmen der G7-Präsidentschaft ihre klimapolitische Agenda über die EU hinaus umzusetzen. Bundeskanzler Scholz gilt als starker Befürworter eines globalen Klima-Clubs, einer Idee, die bereits auf dem letzten G7-Gipfel im Mai 2020 zirkuliert wurde. Freilich dürfte Deutschland hier nur Fortschritte erzielen können, wenn es die USA und andere internationale Partner ins Boot holen kann. Hilfreich auf dem Weg dorthin könnte es sein, mit Branchenabkommen (z.B. Stahl) zu beginnen oder die Kriterien für die gegenseitige Anerkennung von CO₂-Preisregimen zu erweitern.

Nationale Politiklandschaft: Landtagswahlen dürften Mehrheitsverhältnisse im Bundesrat nicht gravierend ändern

CDU mit Fokus auf anstehende Landtagswahlen. Die Landtagswahlen im Jahr 2022 dürften besonders wichtig für die CDU werden, da sie in drei der vier Länder den Ministerpräsidenten stellt (s. Tabelle). Parallel zum bundesweiten Trend liegt die SPD in den Umfragen in den vier Ländern vor der CDU. Allerdings ist es noch einige Zeit bis zum ersten Stimmungstest im Saarland und gegebenenfalls kann die CDU auch vom Bonus des Amtsinhabers profitieren. Mögliche Auswirkungen der Landtagswahlen im Laufe des kommenden Jahres könnten zweifach sein. Zum einen könnten sich die Mehrheitsverhältnisse im Bundesrat denen auf Bundesebene annähern, sollte die CDU in einem der Länder verlieren. Dies könnte es zwar der Ampelkoalition in Berlin erleichtern, ihre zustimmungspflichtigen Gesetzesvorhaben durch den Bundesrat zu bekommen. Allerdings hat sich schon in der Vergangenheit immer wieder gezeigt, dass angesichts der Länderinteressen ein „Durchregieren“ durch den Bund selten gegeben war. Zum anderen könnten Wahlkampagnen in den Ländern abweichende Positionen zwischen den Regionalverbänden und der jeweiligen Bundespartei offenlegen, z.B. wenn (unpopuläre) Entscheidungen der Bundesregierung nicht unbedingt mitgetragen werden. Der Umgang mit der Corona Pandemie bietet dafür einige Beispiele.

Anstehende Landtagswahlen 64

Datum	Landtagswahlen in ...	Aktuelle Regierungskoalition
27. März	Saarland	CDU, SPD
8. Mai	Schleswig-Holstein	CDU, SPD, Grün
15. Mai	Nordrhein-Westfalen	CDU, FDP
9. Oktober	Niedersachsen	SPD, CDU

* Politische Parteien

■ CDU ■ SPD ■ Grün ■ FDP

Quelle: Wahrecht.de



Aller guten Dinge sind drei – wird Merz CDU-Parteivorsitzender? Als Konsequenz der verlorenen Bundestagswahl sucht die CDU (wieder) einen neuen Parteivorsitzenden. Neben Friedrich Merz treten (erneut) Norbert Röttgen sowie erstmals Helge Braun an. Die Chancen stehen gut für Merz, es im dritten Anlauf zu schaffen, da diesmal eine Mitgliederbefragung über den Parteivorsitz entscheiden soll und Merz weiterhin hohe Popularität bei den CDU-Unterstützern genießt (51% vs 23% vs 10%, Politbarometer November 2021). Das Ergebnis der laufenden Mitgliederbefragung soll am 17. Dezember bekannt gegeben werden und muss dann auf dem CDU-Parteitag am 21./22. Januar förmlich bestätigt werden. Unter einer möglichen Führung von Merz dürfte die CDU wieder ein etwas konservativeres und wirtschaftsliberales Profil entwickeln. Das dürfte sich in den politischen Debatten, gerade auch im Bundestag, widerspiegeln. Während in den letzten Legislaturperioden die AfD die stärkste Oppositionspartei war, wird dies nun die Union unter neuer Führung sein. CDU/CSU werden ihre Oppositionsrolle auch mit einem längerfristigen Blick auf die Bundestagswahlen 2025 ausfüllen wollen. Anders als in der Regierungszeit von Merkel mit ihren v.a. großen Koalitionen könnte die deutsche Politik daher etwas konfrontativer werden.

Marion Mühlberger (+49 69 910-31815, marion.muehlberger@db.com)
Ursula Walther (ursula.walther@db.com)

EZB: Weniger Anleihekäufe, aber keine Zinsanhebung in 2022

Mit den Beschlüssen der letzten Sitzung des EZB-Rats im Jahr 2021 wurden die Weichen für einen sanften Ausstieg aus dem Krisenmodus gestellt. Die Leitzinsen blieben wie erwartet unverändert. Die EZB betonte, dass sie sich im kommenden Jahr größere Flexibilität hinsichtlich ihrer geldpolitischen Instrumente verschaffen möchte. Vor allem die Aussagen zu den Möglichkeiten der Ausgestaltung der Wiederanlagen im Rahmen des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) verdeutlichen dies. Die EZB hat noch nicht darüber entschieden, ob sie die Attraktivität subventionierter Kredite für Banken (bis zu -100bp beim TLTRO III) ab Juni nächsten Jahres verringern will, ein Tribut an die Unsicherheiten über den Verlauf und die ökonomischen Auswirkungen der Corona-Pandemie, insbesondere nach Auftauchen der Omikron-Variante. Wir erwarten, dass der „Discount“ gegenüber dem Einlagezinssatz abgeschafft wird, gleichzeitig aber der Freibetrag bei den Einlagen der Banken bei der EZB (derzeit das Sechsfache des Mindestreservesolls) deutlich angehoben wird.

Die Nettokäufe im Rahmen des EUR 1850 Mrd. schweren PEPP sollen in Q1 2022 zurückgefahren und Ende März ganz eingestellt werden. Gleichwohl wurde der Wiederanlagezeitraum für das PEPP verlängert. Die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere sollen nun mindestens bis Ende 2024 (zuvor 2023) bei Fälligkeit wieder angelegt werden.

Hierbei will sich die EZB Flexibilität bewahren, um eine erneute Marktsegmentierung – d.h. letztlich Renditedifferenzen der Staatsanleihen – zu vermeiden. Dazu könnten die Wiederanlagen im Rahmen des PEPP über den Zeitverlauf, die Anlageklasse und die Herkunftsländer hinweg angepasst werden. Insgesamt könnten die Nettokäufe im Rahmen des PEPP auch wieder aufgenommen werden, um negativen Schocks entgegenzuwirken.



Um im Rahmen der aktuellen Beschlüsse einen homogenen und gleichzeitig möglichst flexiblen Übergang zu gewährleisten, hat die EZB angekündigt, die Nettokäufe im Rahmen des APP in Q2 2022 von bislang monatlich EUR 20 Mrd. auf EUR 40 Mrd. zu verdoppeln und dann in Q3 im Umfang von EUR 30 Mrd. pro Monat fortzuführen. Ab Q4 sollen die Nettoankäufe im Rahmen des APP in einem monatlichen Umfang von EUR 20 Mrd. so lange fortgesetzt werden, wie es für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der Leitzinsen erforderlich sei.

Die EZB hob ihre Inflationsprognosen für die nächsten Jahre deutlich an. Sie erwartet in diesem Jahr einen Anstieg von 2,6%, gefolgt von 3,2% in 2022. Für das Jahr 2023 erwartet sie weiterhin, dass der Preisanstieg unter ihre Zielmarke von 2,0% fällt und bei 1,8% liegen wird. Vor dem Hintergrund dieses Ausblicks erwarten wir die erste Zinsanhebung gegen Ende 2023. Sollten die Inflations Sorgen aber nicht wie von der EZB erwartet nachlassen, könnte dieser Schritt vorgezogen werden.

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

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



Jahreskalender 2022

1. Januar	Deutschland übernimmt die G7-Präsidentschaft
14. Januar	Bruttoinlandsprodukt 2021 inkl. Pressekonferenz des Statistischen Bundesamtes
21./22. Januar	CDU-Parteitag, Bestätigung der Wahl des neuen CDU-Vorsitzes
31. Januar	Bruttoinlandsprodukt Q4 2021, Schnellmeldung
Januar	Grüner Parteitag, Wahl der neuen Parteivorsitzenden
25. Februar	Bruttoinlandsprodukt Q4 2021, tiefer gegliederte Ergebnisse
31. März	Beginn der Tarifverhandlungsrunde 2022 in der Chemischen Industrie: In der Regel zwei bis drei Verhandlungsrunden in den folgenden zwei Monaten
24./25. März	Tagung des Europäischen Rates
27. März	Landtagswahlen Saarland
29. April	Bruttoinlandsprodukt Q1 2022, Schnellmeldung
8. Mai	Landtagswahlen Schleswig-Holstein
15. Mai	Landtagswahlen Nordrhein-Westfalen
25. Mai	Bruttoinlandsprodukt Q1 2022, tiefer gegliederte Ergebnisse
23./24. Juni	Tagung des Europäischen Rates
29. Juli	Bruttoinlandsprodukt Q2 2022, Schnellmeldung
25. August	Bruttoinlandsprodukt Q2 2022, tiefer gegliederte Ergebnisse
30. September	Tarifverhandlungsrunden 2022 in der Metall- und Elektroindustrie: In der Regel zwei bis drei Verhandlungsrunden in den folgenden zwei Monaten
9. Oktober	Landtagswahlen in Niedersachsen
31. Oktober	Bruttoinlandsprodukt Q3 2022, Schnellmeldung
25. November	Bruttoinlandsprodukt Q3 2022, tiefer gegliederte Ergebnisse
31. Dezember	Tarifverhandlungsrunden 2022 im öffentlichen Dienst (auf Bundes- und Kommunal-ebene) und bei Zeitarbeitsfirmen: In der Regel zwei bis drei Verhandlungsrunden in den folgenden zwei Monaten
Anf./Mitte Januar 2023	Bruttoinlandsprodukt 2022 inkl. Pressekonferenz des Statistischen Bundesamtes

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 2022: Neue Realitäten** 17. Dezember 2021
- ▶ **Ärger in der Luft** 10. November 2021
- ▶ **Halbzeitbilanz:
Realwirtschaft auf Kurs, aber höhere Inflation** 14. Juni 2021
- ▶ **Deutsche Wirtschaft startklar für den Aufschwung –
Wahlumfragen hängen in der Schwebe** 11. Mai 2021
- ▶ **Robustes BIP 2021, trotz Q1-Rückschlag –
Inflation klettert auf 2%** 19. Februar 2021
- ▶ **Ausblick 2021: Corona-Konjunktur** 14. Dezember 2020
- ▶ **November Lockdown = Q4 BIP Knockdown** 4. November 2020

© Copyright 2021. 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