



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

9. März 2022

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
Ukraine-Krieg dämpft die Konjunkturerholung in Deutschland, beendet sie aber nicht	3
Verbraucherpreise.....	8
Arbeitsmarkt hält Erholungskurs	18
Deutschland vor weiterer Flüchtlingswelle .	23
Verarbeitendes Gewerbe: Höhere Energie- preise sind schmerzhafter als Wirtschafts- sanktionen	26
Energiepolitik: Eine Ära der Energieknapp- heit vermeiden.....	30
Immobilienmarkt: Zyklusende trotz positivem Nachfrageimpuls für Wohnungsmarkt	34
Staatsfinanzen	36
Unternehmenskredite: Zuletzt erholt wegen Bedarfs an kurzfristigen Mitteln – jetzt noch mehr wegen steigender Energiepreise?	43
Bundesregierung ändert Politikkurs nach russischer Invasion in die Ukraine	46
Datenkalender	50
Datenmonitor	51
Finanzmarktprognosen	52

Original in englischer Sprache: 04.03.2022

Ukraine-Krieg bremst Konjunkturerholung, beendet sie aber nicht. In einem moderaten Energiepreisszenario (neue Basisprognose) erwarten wir ein Wachstum des deutschen BIP in 2022 zwischen 2 ½% und 3% (vorher 4%). Höhere Staatsausgaben dürften die Wachstumsverluste etwas begrenzen. In einem schwerwiegenden Szenario könnte die Inflation auf 6 ½% bis 7% steigen, da die Öl- und Gaslieferungen zumindest vorübergehend gestoppt werden. Das jährliche BIP-Wachstum dürfte auf magere 1% bis 1 ½% sinken.

Verbraucherpreise: 5 ½% Inflation in 2022. Angesichts des massiven Energiepreisanstiegs infolge des Ukraine-Krieges haben wir unsere Inflationsprognose abermals deutlich auf 5 ½% hochgesetzt (von zuvor 4,2%).

Arbeitsmarkt hält Erholungskurs. Die Arbeitslosenquote strebt zügig auf ihr Rekordtief zu. Dank offener Stellen auf Rekordniveau dürfte die Erwerbstätigkeit weiter zulegen und die Arbeitslosenquote im Jahr 2022 auf 5% zurückgehen.

Deutschland vor weiterer Flüchtlingswelle. Die Flüchtlingswelle dürfte kurzfristig die öffentlichen Defizite und auch die Arbeitslosenrate leicht erhöhen. Viele Faktoren sprechen für eine schnelle Integration in die Gesellschaft und den Arbeitsmarkt, sodass langfristig der deutsche Staatshaushalt entlastet werden könnte.

Verarbeitendes Gewerbe. Industrieproduktion steigt (nur) um 3%: Höhere Energiepreise, mögliche Engpässe bei Vorprodukten und eine geringere Investitionstätigkeit dürften das Produktionswachstum im Verarbeitenden Gewerbe auf 3% in 2022 begrenzen (Prognose von 5% nach unten revidiert).

Energiepolitik. Die Bundesregierung setzt auf einen schnelleren Ausbau der Erneuerbaren, mehr LNG, eine größere Diversifikation der Gasimporte, längere Laufzeiten von Kohle- (und ggf. Kern-) Kraftwerken, um die Abhängigkeit von russischen Energieimporten zu verringern.

Immobilienmarkt. Flüchtlingswelle, Niedrigzinsen und Flucht in Sicherheit dürften nur kurzfristig positive Impulse setzen. Der Zyklus wird bald zu Ende gehen. Büromarkt: Flüchtlingswelle dürfte Zahl der Bürobeschäftigten erhöhen und helfen, den Homeoffice-Schock etwas abzufedern.

Staatsfinanzen: Die neue Regierung hat die Schuldenbremse weit ausgelegt, um ihre Ausgabenprogramme finanzieren zu können. Aufgrund des Krieges in der Ukraine kommen noch weitere Ausgaben auf den Staat zu. Die deutsche Maastricht-Defizitquote könnte im Jahr 2022 deutlich über 4% des BIP liegen.

Unternehmenskredite: Der Krieg könnte die Erholung in der Kreditvergabe verstärken.

Bundesregierung ändert Politikkurs nach russischer Invasion in die Ukraine. Sie hat einen Schwenk in der Verteidigungspolitik vollzogen und ihre Prioritäten in der Energie- und Finanzpolitik entsprechend angepasst. Sicher ist, dass der Ampelkoalition wenig Zeit bleibt, ihre Reformagenda anzugehen.



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

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

* Prognosewerte entsprechen dem moderaten Szenario, wie publiziert im Focus Europe: Russia/Ukraine: Assessing the risks to the European Economy (15. Februar 2022).

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

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

	2020				2021				2022P				2023P			
	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	-4,6	2,9	2,7	3,0	-0,5	1,4	1,5	1,0	0,5	0,6	0,6	0,5				
Privater Konsum	-5,9	0,1	3,9	3,1	-1,1	1,6	2,1	1,0	0,3	0,5	0,5	0,3				
Staatsausgaben	3,5	3,1	2,3	2,3	0,3	1,1	1,0	0,5	0,5	0,6	0,3	0,0				
Anlageinvestitionen	-2,2	1,5	2,4	3,9	0,5	1,7	1,4	1,3	1,1	0,8	0,8	0,8				
Ausrüstungen	-11,2	3,4	2,5	5,7	0,0	3,0	2,0	2,0	1,5	1,0	1,0	1,0				
Bau	2,5	0,7	0,7	2,4	0,8	1,0	1,0	0,8	0,8	0,5	0,5	0,5				
Lager, %-Punkte	-0,9	1,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0				
Exporte	-9,3	9,9	7,5	3,6	0,5	2,5	2,0	1,0	0,6	0,7	0,7	0,7				
Importe	-8,6	9,3	8,5	3,7	0,7	3,0	2,2	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5				
Nettoexport, %-Punkte	-0,8	0,8	0,0	0,2	0,5	2,5	2,0	1,0	0,6	0,7	0,7	0,7				
Konsumentenpreise (VPI)*	0,5	3,1	5,5	3,4												
Arbeitslosenquote, %	5,9	5,7	5,0	4,8												
Industrieproduktion**	-9,6	4,2	3,0	7,0												
Budgetsaldo, % BIP	-4,3	-3,7	-4,5	-3,0												
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	68,7	68,2	70,1	70,4												
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,0	6,9	5,7	5,7												
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	234	226	207	200												

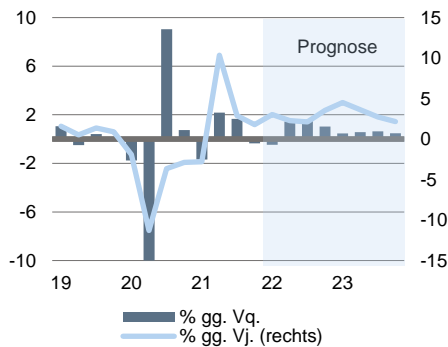
* Inflationsdaten für Deutschland basieren auf nationaler Abgrenzung (VPI). Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen (HVPI) führen. ** Verarbeitendes Gewerbe (NACE C)

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



Ukraine-Krieg dämpft die Konjunkturerholung in Deutschland, beendet sie aber nicht

BIP-Wachstum dürfte sich durch Auswirkungen des Ukraine-Krieges verlangsamen **1**



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

- In unserem moderaten Szenario (das nunmehr unser Basisszenario ist) prognostizieren wir jetzt ein deutsches BIP-Wachstum von 2 ½ – 3% (zuvor: 4%). Der massive Energiepreisanstieg dürfte die Inflationsrate im Gesamtjahr auf rund 5 ½% nach oben treiben. Der Rückgang der realen Einkommen (-1 ½ %-Punkte), der Exporte (-3 ½ %-Punkte) und der Investitionsausgaben (-2 %-Punkte) gegenüber den bisherigen Erwartungen wird zum Teil durch höhere Staatsausgaben (1 ¼ – 1 ½ %-Punkte) kompensiert, sodass der Wachstumsverlust insgesamt moderater ausfällt.
- In unserem negativen Szenario steigt die Gesamtinflationsrate auf 6 ½ – 7% an, weil die Öl- und Gaslieferungen zumindest vorübergehend unterbrochen werden. Die Verluste beim Konsum, bei den Unternehmensinvestitionen und bei den Exporten fallen stärker aus. Obwohl die Staatsausgaben noch stärker erhöht würden, ergäbe sich insgesamt nur ein BIP-Wachstum von 1 – 1 ½%, was angesichts des Wachstumsüberhangs von über 1% zum Jahresende 2021 praktisch eine Stagnation bedeuten würde.

Ähnlich wie in der Corona-Krise lassen sich auch jetzt vor dem Hintergrund des Krieges in der Ukraine nur sehr grobe Konjunkturszenarien erstellen. Alle Prognosen hängen derzeit davon ab, welche Annahmen wir für einzelne Variablen treffen – die aber außerhalb der Expertise von Ökonomen liegen. Selbst Spezialisten müssen ihre Einschätzungen in einem solchen Umfeld häufig revidieren, da tagtäglich neue Informationen eintreffen. Dieses Mal sind der Kriegsverlauf und die Entwicklung der Energie- und Rohstoffpreise als die wichtigsten „bekannten Unbekannten“ anzusehen. Beide hängen eng miteinander zusammen. Die beträchtliche Preisvolatilität in den vergangenen Tagen ist wohl eher auf Marktspekulationen, die durch Nachrichten zum Krieg und mögliche Sanktionen ausgelöst wurden, denn auf tatsächliche Nachfrage- und Angebotsveränderungen zurückzuführen. Dabei ist ein kompletter Ausfall russischer Gas- und Öllieferungen mittlerweile ein nicht mehr auszuschließendes Szenario.

Ähnlich wie die Corona-Lockdowns haben die klaren politischen Reaktionen (Sanktionen, Einfrieren von Vermögenswerten und Sperrung internationaler Routen), die noch nicht am Ende angekommen sind, eine bisher ungekannte Situation geschaffen. Ihre Auswirkungen und potenziellen (unbeabsichtigten) Nebenwirkungen lassen sich unmöglich quantifizieren. Die grundlegende Kehrtwende in der Sicherheits- und Verteidigungspolitik hat uns dazu veranlasst, für diese Ausgabe von „Ausblick Deutschland“ den Titel „Neue Realitäten 2.0“ zu wählen. Schließlich hatten wir unserem Jahresausblick für 2022 im Dezember den Titel „Neue Realitäten“ gegeben, um die Vorhaben der neuen Regierungskoalition – insbesondere die Energiewende – zusammenzufassen.

Auswirkungen auf das Wachstum anhand wichtiger Übertragungskanäle

Derzeit ist alles im Fluss. Daher versuchen wir, wichtige Übertragungskanäle zu identifizieren und die entsprechenden, möglichen Auswirkungen auf das BIP grob abzuschätzen. Dabei ermitteln wir anhand der am stärksten betroffenen Komponenten, innerhalb welcher Bandbreiten sich das BIP bewegen könnte. Folgewirkungen wie z.B. Multiplikatoreffekte werden an dieser Stelle außer Acht gelassen. Wir beurteilen dabei die Veränderungen im Vergleich zu unserer vorhergehenden BIP-Wachstumsprognose von 4% (siehe Ausblick 2022: Neue Realitäten, 17.12.2021). In unserem „moderaten“ Szenario, auf das die Situation bisher hindeutet, gehen wir von einem durchschnittlichen Ölpreis von USD



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

110/Barrel und einem Erdgaspreis von EUR 115/MWh aus. In einem extremen Szenario, das durchaus eine vorübergehende Einstellung der Gas- und Öllieferungen aus Russland einbezieht, rechnen wir mit jährlichen Durchschnittspreisen von USD 140/Barrel bei Öl und EUR 150/MWh bei Erdgas.

1. Reale Einkommensverluste für die privaten Haushalte

Schon im Jahr 2021 haben höhere Energiepreise die Jahresinflationsrate von 3,1% um 1,1 %-Punkte nach oben getrieben. Aktuell sind die Erdgaspreise (Future-Kontrakt für April, niederländische ICE-Börse) mit rund EUR 180/MWh mehr als zehnmal so hoch wie vor einem Jahr. Wenn wir also für das Gesamtjahr einen Durchschnittspreis von EUR 110 annehmen, rechnen wir schon mit einem gewissen Rückgang im Jahresverlauf. Der Preis für Rohöl (Sorte Brent Blend) hat sich mit rund USD 110/Barrel im Vergleich zum Vorjahr nahezu verdoppelt. In diesem unserem neuen Basisszenario ergibt sich für 2022 eine durchschnittliche Gesamtinflationsrate von rund 5 ½% für Deutschland. Das bedeutet, dass die Kaufkraft der privaten Haushalte im Vergleich zu unserer vorhergehenden Inflationsprognose von 4,2% um knapp 1 ½% schrumpfen würde. 2023 sollte die Inflationsrate dann auf ca. 3 ½% zurückgehen. Es wäre durchaus plausibel, dass die privaten Haushalte ungeachtet ihrer Neigung zur Glättung des Konsums die während der Corona-Pandemie angehäuften Überschussersparnis vorsichtiger abbauen. Dies könnte die bisher erwartete Entwicklung des realen Konsums um einen weiteren halben Prozentpunkt dämpfen.

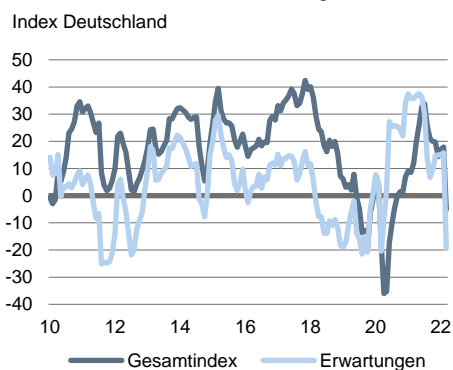
2. Unsicherheit belastet Investitionen

Bei einer allmählichen Normalisierung der Lieferschwierigkeiten und einer voraussichtlich lebhaften globalen und Binnennachfrage hatten wir mit einem deutlichen Anstieg der Investitionsausgaben im Jahr 2022 gerechnet. Jetzt könnten Unternehmen Projekte verschieben, sofern der entsprechende Spielraum besteht, oder diese sogar ganz einstellen. Die Ifo-Indizes und die Einkaufsmanagerindizes für Februar deuteten auf eine deutliche Aufhellung des Geschäftsklimas seit Jahresbeginn hin. Allerdings wurden die entsprechenden Umfragen vor dem Ausbruch des Krieges durchgeführt, weshalb ein deutlicher Rückschlag im März zu erwarten ist (sofern es nicht in den nächsten Wochen zu einer wundersamen Deeskalation kommt). Dadurch könnten die Investitionen im Vergleich zu den vorhergehenden Erwartungen um rund 2 %-Punkte geringer ausfallen.

3. Rückgang der Exporte, und zwar nicht nur derjenigen nach Russland

Aufgrund der Sanktionen und des Rückzugs internationaler Unternehmen werden die deutschen Exporte nach Russland wahrscheinlich um rund 75% einbrechen. Allerdings war der Anteil der Exporte nach Russland an den gesamten deutschen Exporten bereits nach der Annexion der Krim auf gut 2% geschrumpft. Dementsprechend sollten lediglich rund 1 ¾% des gesamten deutschen Exportvolumens verloren gehen. Exporte in andere MOE-Länder, die einen Anteil von etwa 18% an den gesamten deutschen Exporten haben, dürften ebenfalls in Mitleidenschaft gezogen werden, da die Region in die Wertschöpfungsketten deutscher Unternehmen integriert ist. Die MOE-Länder wurden bereits vom kräftigen Energiepreisauftrieb in Mitleidenschaft gezogen, und jetzt dürfte sich das Inflationsproblem noch verschärfen. Die Kreditrisiken nehmen zu, und die Zentralbanken müssen ihre Leitzinsen weiter anheben, um der Abwertung der jeweiligen Währungen etwas entgegen-

Sentix-Anlegerstimmung bricht ein, andere Sentiment-Indikatoren dürften folgen **2**





Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

genzusetzen. Aufgrund des schwächeren Wachstums und der Wechselkursabwertung dürften die deutschen Exporte in die MOE-Region sinken. Dies könnte das Exportwachstum insgesamt um rund 1% dämpfen. Die Volkswirtschaften der USA und der asiatischen Länder dürften nur in begrenztem Umfang vom Krieg betroffen sein. Im Rest des Euroraums dagegen dürfte die Expansion um rund 1%-Punkt unter den bisherigen Prognosen liegen. Bei einer Nachfrageelastizität von über 1 könnten Deutschlands Exporte in die EWU (Anteil an den Gesamtexporten: ca. 35%) um etwa 1 ½ % niedriger ausfallen, was das Exportwachstum um weitere 0,5 %-Punkte drücken würde. Daraus ergibt sich insgesamt ein um etwa 3 ½ %-Punkte schwächeres Exportwachstum. Die Auswirkungen auf das BIP dürften etwas geringer sein, weil auch die Importe leicht zurückgehen – Deutschlands Exporte haben schließlich einen hohen Importgehalt.

4. Weitere Belastungen der nach wie vor angespannten globalen Lieferketten

Die Einkaufsmanagerindizes für die wichtigen Wirtschaftsregionen der Welt deuteten auf eine moderate Entspannung bei den globalen Lieferengpässen hin. Dafür sprachen auch die Erholung des Welthandels Ende 2021 und der einsetzende, moderate Rückgang der Container-Frachtraten (SCFI) im Februar. Allerdings verschärften sich die Lieferprobleme im Februar laut der entsprechenden Ifo-Umfrage wieder. Die Corona-Pandemie hat uns vor Augen geführt, dass die Produktion ganz schnell ins Stocken geraten kann, wenn wichtige Bauteile nicht verfügbar sind. Wegen des Krieges in der Ukraine mussten bereits mehrere deutsche Autobauer ihre Produktion drosseln, weil es ihnen an Kabelbäumen von ukrainischen Zulieferern mangelt. Auch die globale Logistik ist betroffen. Durch die Sperrung des russischen Luftraums für europäische Fluggesellschaften verlängern sich die Routen nach Japan, Korea und anderen Ländern in Südostasien. Frachtflugzeuge müssen ihre Beladung um etwa ein Fünftel reduzieren. Ein großer Teil des deutschen Lkw-Frachtverkehrs wird von osteuropäischen Speditionen abgewickelt, die viele ukrainische Fahrer beschäftigen. Diese dürfen ihr Land derzeit nicht verlassen. Logistikunternehmen befürchten, der ohnehin schon problematische Mangel an Fahrern könnte sich so verschärfen, dass Lieferketten zusammenbrechen. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Prognose für die Industrieproduktion in diesem Jahr von 5% auf 3% gesenkt – und das, obwohl die Auftragsbestände ein Rekordniveau erreicht haben. Ein Stopp der russischen Öl- und Gaslieferungen erscheint angesichts des beiderseitigen Interesses am Status quo bisher nach wie vor unwahrscheinlich. Wirtschaftsminister Habeck hat zwar zugesichert, dass auch in einem solchen Falle die Versorgung über andere Quellen gesichert sei. Dennoch wäre wohl eine gewisse Rationierung für die Industrie (die rund 25% des gesamten deutschen Gasverbrauchs benötigt) zu erwarten.

5. Höhere Staatsausgaben

Die Regierung hat bereits ein Fiskalpaket geschnürt, um die Folgen der höheren Energiepreise für die privaten Haushalte abzumildern. Die vorgezogene Abschaffung der EEG-Umlage zur Jahresmitte, höhere Pauschalen und Steuerfreibeträge für abhängig Beschäftigte, weitere Corona-Unterstützungsmaßnahmen und eine Verlängerung der Sonderregelungen für Kurzarbeit summieren sich auf EUR 15 Mrd. oder gut 0,4% des BIP. Realistischerweise ist in diesem Jahr mit ähnlich hohen zusätzlichen Verteidigungsausgaben im Rahmen des mehrjährigen Bundeswehr-Sondervermögens (insgesamt EUR 100 Mrd.) zu rechnen. Außerdem möchte die Regierung



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

die Umstellung auf eine CO₂-neutrale Wirtschaft weiter beschleunigen. Angesichts der bestehenden planerischen und personellen Engpässe dürften die entsprechenden Ausgaben allerdings zumindest kurzfristig nicht deutlich ansteigen. Falls die Energiepreise noch länger auf ihrem aktuellen Niveau verharren, ist mit weiteren Unterstützungsmaßnahmen für die unteren Einkommensgruppen zu rechnen. Darüber hinaus könnten die Staatsausgaben durch zusätzliche Aufwendungen für Flüchtlinge aus der Ukraine um rund EUR 10 Mrd. ansteigen.

Abwärtskorrektur der BIP-Wachstumsprognose für 2022 von 4% auf 2 ½ – 3%

Die oben erwähnten, quantitativen Effekte auf die verschiedenen Nachfragekomponenten sind natürlich nur grobe Schätzungen. Wenn der private Konsum um 2 %-Punkte, das Exportwachstum um 3 ½ %-Punkte und die Investitionen in Maschinen und Ausrüstung um 2 %-Punkte niedriger ausfallen, dürfte das BIP-Wachstum 2022 um etwa 2 ½ %-Punkte sinken. Diese Belastung wird zum Teil durch die angekündigten und erwarteten zusätzlichen Staatsausgaben (die sich sowohl auf den privaten und staatlichen Konsum als auch auf die staatlichen Investitionen auswirken) kompensiert, die sich auf 1 ¼ – 1 ½% des BIP belaufen könnten. Dieser Überschlagsrechnung zufolge könnte sich für Deutschland im Jahr 2022 ein BIP-Wachstum von 2 ½ – 3% ergeben. Nach einer technischen Rezession im Winterhalbjahr (Q4 2021/Q1 2022) dürfte die Erholung in Q2 schwächer als bisher erwartet ausfallen.

Angesichts der in Punkt 4.) angesprochenen tatsächlichen und potenziellen Probleme und insbesondere der außerordentlich hohen Unsicherheit über den weiteren Verlauf des Krieges in der Ukraine überwiegen ganz klar die Abwärtsrisiken.

Ungünstiges Szenario: Stagnation und Inflationsrate von 6 ½ – 7% in 2022

Diese Abwärtsrisiken sind in unserem zweiten, ungünstigen Szenario zumindest zum Teil erfasst, in dem die Energiepreise bei einer zumindest vorübergehenden Unterbrechung russischer Öl- und Gaslieferungen nach Deutschland noch stärker ansteigen und die Inflationsrate in Deutschland auf 6 ½ – 7% nach oben treiben. Dadurch würde die Kaufkraft der privaten Haushalte im Vergleich zu unserer früheren VPI-Prognose (4,2%) um knapp 3% gemindert. Andere Nachfragekomponenten werden ebenfalls noch stärker in Mitleidenschaft gezogen. In einigen Sektoren, z.B. bei Grundchemikalien, könnte die Produktion beeinträchtigt werden, weil Gas rationiert werden muss. Davon wären vor allem die unteren Einkommensgruppen betroffen, was den Zusammenhalt der Gesellschaft beeinträchtigen könnte und daher noch umfangreichere staatliche Maßnahmen zur Einkommensstützung erforderlich machen würde. Insgesamt könnte sich das BIP-Wachstum im Jahr 2022 auf 1 – 1 ½% verlangsamen. Bei einem Wachstumsüberhang von 1,1% Ende 2021 entspricht dies praktisch einer Stagnation. Gleichzeitig sind zahlreiche potenzielle Trigger vorhanden, die in einem solchen Falle eine echte Rezession auslösen können.



Längerfristig größere (relative) Wohlstandsverluste

In den vergangenen Monaten hat sich zunehmend gezeigt, dass der ökologische Umbau der deutschen Wirtschaft die Einkommensentwicklung zunächst belasten dürfte. Zugleich wird von den Befürwortern argumentiert, dass die Verluste nach Abschluss des Umbaus wieder aufgeholt werden könnten. Nach der Kehrtwende in der deutschen Sicherheitspolitik werden die erforderlichen Ausgaben das Volumen des neuen Sondervermögens (EUR 100 Mrd.) sicherlich übersteigen, das laut Finanzminister Lindner nicht in vollem Umfang durch Neukreditaufnahme finanziert werden soll. Langfristig besteht das größte Risiko für Deutschlands Wohlstand jedoch in der Gefahr, dass es zu einer neuerlichen Spaltung der Welt in Ost und West kommt. Dies würde zu einer wirtschaftlichen Desintegration führen, was wiederum die beträchtlichen Wohlstandsgewinne aus der verstärkten globalen Arbeitsteilung der vergangenen Jahrzehnte zum Teil zunichtemachen würde, von denen Deutschland in besonderem Maße profitiert hat.

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



Verbraucherpreise: Energiepreisschock lässt MwSt.-Effekt verpuffen – 5 ½% Inflation in 2022

- Die weitverbreitete Hoffnung, dass sich die deutsche Inflationsrate schon zum Jahreswechsel merklich abschwächen würde, hat letztlich getrogen. Denn die stark gestiegenen Preise für Haushaltenergie und Kraftstoffe haben den „inflationdämpfenden“ Mehrwertsteuereffekt fast vollständig verpuffen lassen und steuerten im Februar letztlich fast die Hälfte zur Jahressteuerungsrate bei. In den kommenden Monaten dürften die hohen Energiepreise und der anhaltend starke Aufwärtstrend bei den nicht-energetischen Gütern, Dienstleistungen und Nahrungsmitteln die Jahresteuersrate deutlich über der 5%-Marke halten.
- Im Moment spricht sehr viel für einen anhaltend hohen Inflationsdruck. Angesichts der überraschend hohen Januar/Februar-Inflationszahlen und des anhaltend hohen angebots- und nachfrageseitigen Preisdrucks (Stichworte: hohe Energie-, Rohstoff- und Erzeugerpreise, Lieferkettenprobleme/Materialengpässe, „Überersparnisse“ der privaten Haushalte, außerplanmäßige Erhöhung des gesetzlichen Mindestlohns) haben wir unsere Prognose für die (jahresdurchschnittliche) VPI-Inflationsrate auf 5 ½% abermals deutlich nach oben revidiert (von zuvor 4,2%).
- Insgesamt dürfte die weitere Inflationsentwicklung in den Jahren 2022/2023 sehr stark mit der weiteren – höchst unsicheren und volatilen – Energiepreisentwicklung verknüpft sein. Auf der einen Seite könnte eine weitere schockartige Verteuerung von Gas und Öl (z.B. aufgrund zunehmender globaler Energieangebotsengpässe) die deutsche Inflationsrate – unter Berücksichtigung der direkten und indirekten Effekte – im Jahresdurchschnittswert 2022 sogar auf einen Wert in der Größenordnung von bis zu 7% (schwerer Öl- und Gaspreis-Schock) steigen lassen. Darüber hinaus könnte sich im Fall einer vollständigen und dauerhaften Lieferunterbrechung russischer Energieexporte in den Westen ein kaum abschätzbares Inflationsrisiko materialisieren.
- Auf der anderen Seite könnten die Gas- und Ölpreise unerwartet nachgeben (z.B. aufgrund erfolgreicher Deeskalationsschritte zwischen Russland und der Ukraine) und damit die deutsche VPI-Inflationsrate im Jahresdurchschnitt 2022 womöglich doch unterhalb von 5% liegen. Schließlich könnte die deutsche Regierung auch dazu übergehen, weitere Maßnahmen zur Minderung des Energiepreisanstiegs zu ergreifen (wie z.B. eine Reduzierung des Mehrwertsteuersatzes auf Energieprodukte oder eine Absenkung der Stromsteuer), die den erwarteten Inflationsanstieg begrenzen könnten.

Inflation: Preisexplosion für Haushaltenergie ...

In Deutschland liegt die Verbraucherpreisinflationsrate, die sich im Jahresdurchschnitt 2021 deutlich auf 3,1% (nationaler Verbraucherpreisindex; VPI) bzw. 3,2% (harmonisierter Verbraucherpreisindex; HVPI) erhöhte (z. Vgl. 2020: 0,5% bzw. 0,4%), noch immer auf einem Niveau, das zuletzt Anfang der 1990er Jahre im Zuge des Wiedervereinigungsbooms oder in den frühen 1980er Jahren beobachtet wurde (siehe Grafik 1). Die weitverbreitete Hoffnung, dass sich die deutsche Inflationsrate schon zum Jahreswechsel merklich abschwächen würde, hat letztlich getrogen. Denn allein aufgrund des wegfallenden Mehrwertsteuereffekts, der die monatliche Jahresinflationsrate im Dezember 2021 noch um einen guten 1%-Punkt nach oben getrieben hatte, hätte die Headline-Inflationsrate im Januar 2022 außerordentlich kräftig nachgeben müssen. Zwar ging diese auch von 5,3% (VPI) bzw. 5,7% (HVPI) im Dezember 2021 auf „nur“ noch 5,1% bzw. 4,9% im Januar 2022 zurück (siehe auch [Statistisches Bundesamt](#)),



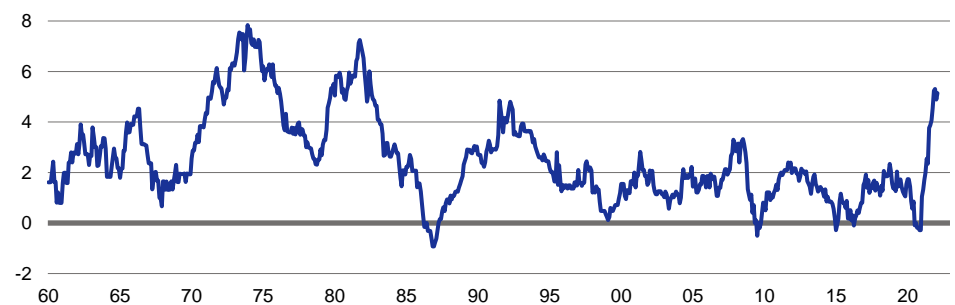
Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

allerdings war der damit verbundene Rückgang deutlich geringer ausgeprägt als vorab von den Finanzmarktteilnehmern erwartet worden war (Konsensus-Prognose: 4,3% für den VPI bzw. 4,7% für den HVPI) (siehe auch [Germany Blog: After the January CPI inflation surge: We now expect 4.2% in 2022](#) vom 31. Januar 2022). Des Weiteren kletterte die Jahresteuerrate im Februar 2022 sogar wieder auf 5,1% (VPI) bzw. 5,5% (HVPI), auch wenn sie zumindest im Rahmen der Erwartungen lag (Konsensus-Prognose: 5,1% bzw. 5,4%). Wie auch im Vormonat ging der im Februar abermals kräftig ausgefallene monatliche VPI-Preisanstieg (von saisonbereinigt +0,5% nach +1,1% im Januar) auf das Konto deutlich höherer Energiepreise (+3,1% nach +7,3%) (siehe auch [Statistisches Bundesamt](#)). Doch auch die Nahrungsmittelpreise zogen weiterhin deutlich an (+0,60% nach +0,86%), wohingegen die Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel weniger stark als im Januar bzw. in den Vormonaten anzogen (+0,09% nach +0,27% im Januar bzw. durchschnittlich +0,25% zwischen Februar und Dezember 2021).

Die Inflationsrate hat Niveaus erreicht, die zuletzt Anfang der 1980er und der 1990er Jahre beobachtet wurden

1

Verbraucherpreisindex, % gg. Vj.



Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank

... lässt preisdämpfenden Mehrwertsteuereffekt verpuffen

Was waren die Ursachen für die überraschend hohen Inflationsraten im Januar und Februar? Im Rahmen der vorläufigen Februar-Inflationsrate wurden bisher nur die groben Preisentwicklungen (wie z.B. für die Gesamtrate oder die aggregierten Energie- und Nahrungsmittelpreisanteile), jedoch noch keine detaillierteren Angaben zu den Preisentwicklungen der verschiedenen VPI-Unterkomponenten gemacht (wie z.B. für elektrischen Strom oder Erdgas). Diese werden erst mit der Bestätigung der finalen Februar-Inflationsrate am 11. März 2022 veröffentlicht. Dennoch wissen wir bereits, dass der anhaltende Energiepreisanstieg (+22,5% gg. Vj. nach +20,5% gg. Vj. im Januar) die VPI-Inflationsrate um etwa 2,3 Prozentpunkte nach oben gezogen hat und damit ein Hauptinflationstreiber im Februar geblieben ist. Somit haben vor allem die stark gestiegenen Preise für Haushaltsenergie und Kraftstoffe (VPI-Warenkorbgewicht: ca. 10,4%) den „inflationdämpfenden“ Mehrwertsteuereffekt fast vollständig verpuffen lassen (siehe Grafik 2). So ging allein von dem monatlichen Anstieg der Energiepreise (VPI-Energiekomponente) um 7,3% im Januar bzw. 3,1% im Februar ein monatlicher Inflationsimpuls von rund 0,8 bzw. 0,3 Prozentpunkten (Pp.) aus. Basierend auf der Januar-Inflationsrate (zu der es bereits detaillierte Preisangaben gibt) ging der seit Jahresanfang beobachtete Preisanstieg zum weit überwiegenden Teil auf die deutlich gestiegenen Preise für Haushaltsenergieprodukte (wie z.B. Strom, Gas oder Heizöl) (Januar: +9,7%;



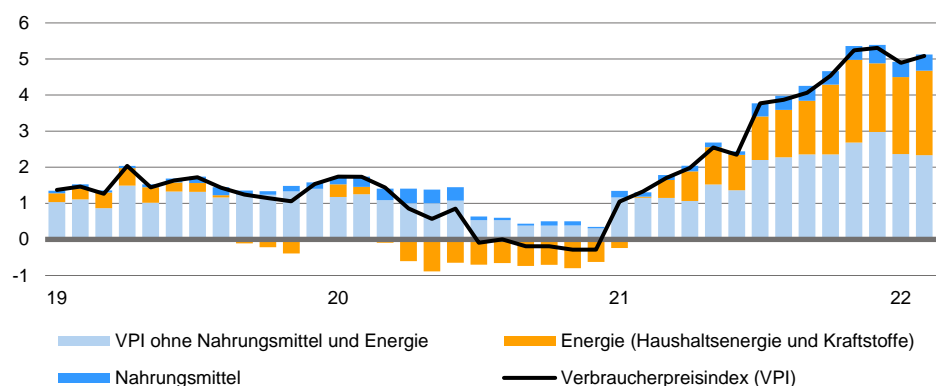
Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Inflationsimpuls: 0,7 Pp.) und in wesentlich geringerem Ausmaß auf die abermals gestiegenen Kraftstoffpreise (wie z.B. Superbenzin oder Diesel) (Januar: +3,2%; +0,1 Pp.) zurück. Während sich die Gas- und Strompreise im Vormonatsvergleich aufgrund von kräftigen Tarifanpassungen im Januar um 12,9% bzw. 9% erhöhten – eine zeitverzögerte Folge der bereits zuvor spürbar gestiegenen Produzenten- und Börsenpreise für Erdgas und Strom¹ (siehe Grafik 3 und 4) – legten die Preise für feste Brennstoffe (wie z.B. Holzpellets) (+8,5%), Fernwärme u.a. (+7,4%) sowie Heizöl (+5,8%) im Januar ebenfalls spürbar zu. Grundsätzlich hat sich dieser Aufwärtstrend bei den Energiepreisen im Februar weiter verstärkt, auch wenn die Preisdynamik im Monatsvergleich nachgelassen haben dürfte.

Energiepreisexplosion lässt preisdämpfenden Mehrwertsteuereffekt verpuffen

2

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



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Auch wenn der Energiepreisanstieg im Wesentlichen auf höhere (Markt-) Preise für Energieprodukte zurückzuführen war, trug auch die zum Jahresanfang 2022 vorgenommene Anhebung des nationalen CO₂-Preises auf Gas, Heizöl und Kraftstoffe (von EUR 25 auf EUR 30 pro Tonne CO₂) einen geringen Teil dazu bei (direkter Inflationseffekt in 2022: ca. 0,1 Pp.).² Dem stand jedoch gleichsam ein inflationsdämpfender Effekt durch die zum 1. Januar 2022 vorgenommene Absenkung der EEG-Umlage auf elektrischen Strom gegenüber (direkter Inflationseffekt in 2022: ca. 0,2 Pp.)³, sodass sich in der Summe beider Maßnahmen sogar ein insgesamt leicht dämpfender Effekt von ca. 0,1 Pp. auf die Headline-Inflationsrate ergeben hat.

¹ Im Januar 2022 lagen die Erzeugerpreise für Erdgas (in der Verteilung) und für elektrischen Strom und Dienstleistungen der Stromversorgung mit +119% bzw. +53,2% noch immer deutlich über ihren entsprechenden Vorjahreswerten (z. Vgl. Dezember 2021: +121,9% bzw. 57,1%). Die Börsennotierungen für Erdgas und elektrischen Strom gaben zwar zuletzt im Monatsvergleich etwas nach (d.h. gegenüber Dezember 2021), lagen aber im Vergleich zum Januar 2021 noch immer um beträchtliche 326% bzw. 196,3% höher.

² Auch in den kommenden Jahren dürfte die geplante weitere Anhebung des nationalen CO₂-Preises die jährliche Inflationsrate in der Größenordnung zwischen 0,1 und 0,2 Prozentpunkten erhöhen. Bis zum Jahr 2025 gilt zunächst noch ein Festpreissystem mit folgenden Preisstufen: EUR 35 je Tonne CO₂ (2023), EUR 45 (2024) und EUR 55 (2025). Danach soll das Festpreis- in ein Marktpreissystem überführt werden, wobei sich der Preis je Tonne CO₂ im Jahr 2026 zunächst noch in einem Korridor von EUR 55 (Mindestpreis) bis EUR 65 (Höchstpreis) bewegen soll. Ab dem Jahr 2027 soll schließlich ein reines Marktpreissystem mit freier Preisbildung etabliert werden.

³ Zum 1. Januar 2022 wurde die EEG-Umlage auf ca. 3,72 Cent/kWh (von 6,5 Cent/kWh im Jahr 2021) abgesenkt, was den Strompreis 2022 im Vergleich zu 2021 rein rechnerisch (ceteris paribus) um rund 8 ½% gedrückt hat.

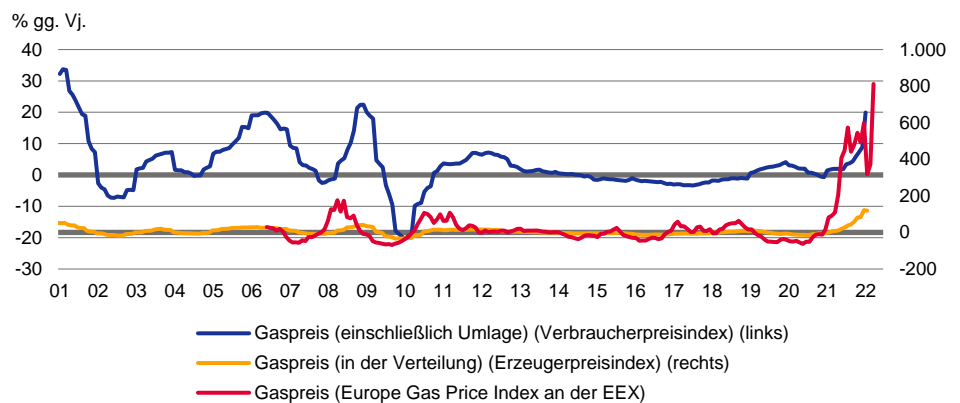


Energiepreisexplosion steuert fast die Hälfte zur Inflationsrate bei

Angesichts der Preisexplosion für Haushaltsenergie und des erneuten Januar-Anstiegs der Kraftstoffpreise tragen die Energiepreise mittlerweile etwas weniger als die Hälfte zur monatlichen Jahresinflationsrate bei (siehe Grafik 2). In der Zeit zwischen Januar 2021 und Januar 2022 sind unter den VPI-Energieprodukten besonders stark die Preise für Heizöl (einschließlich Umlage) (+36,9%), Kraftstoffe (+24,8%), Gas (einschließlich Umlage) (+19,9%) und feste Brennstoffe (+19,3%) geklettert. Doch auch der prozentuale Preisanstieg für Haushaltsstrom (+11,1%) und Fernwärme u.a. (+14,1%) lag im Januar im zweistelligen Bereich.

Erdgaspreise schießen in die Höhe

3

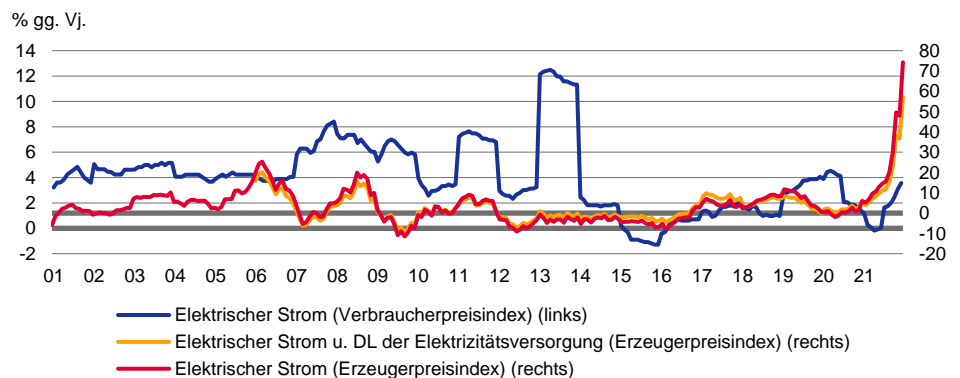


EEX: European Energy Exchange (Europäische Energiebörse)

Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt

Die Strompreise gehen durch die Decke

4



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt

Angesichts der hohen geopolitischen Risiken im Kontext des Krieges in der Ukraine und der deutlich gestiegenen Rohölpreisnotierungen auf über USD 100 je Fass (Brent) zeichnet sich zumindest für die kurze Frist eine weitere Verteuerung bei den Kraftstoff- und Heizölpreisen ab. Doch auch bei den Strom- und Gaspreisen stehen die Zeichen zunächst noch auf Verteuerung, selbst wenn der Preisdruck auf der Erzeugerseite oder im Börsenhandel in den nächsten Monaten weiter nachgeben sollte (was im Moment aufgrund der hohen geopolitischen Risiken nicht wahrscheinlich erscheint). Dies liegt daran, dass der auf der Erzeuger- und Versorgerseite aufgetretene Preisdruck noch nicht vollumfänglich an die Verbraucher weitergegeben worden ist (siehe auch [Germany Blog: Energy price inflation – this time is different](#) vom 24. Januar 2022). Vor



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

diesem Hintergrund erscheint uns ein jahresdurchschnittlicher Preisanstieg in 2022 von mehr als 15% für Strom (unter der Berücksichtigung einer vollständigen Abschaffung der EEG-Umlage zum 1. Juli 2022) bzw. von über 40% für Gas als nicht unplausibel.

Selbst die zum 1. Juli 2022 geplante Vollabschaffung der EEG-Umlage auf den Strompreis dürfte die für 2022 prognostizierte jahresdurchschnittliche VPI-Inflationsrate „lediglich“ in der Größenordnung von rund 0,15 Prozentpunkten dämpfen (direkter preisdämpfender Effekt).⁴

Aber auch die Kerninflationsdynamik ist weiterhin hoch

Auch wenn die Energiepreise derzeit ein Haupttreiber der hohen Inflationsdynamik sind, ziehen auch die Preise für nicht-energetische Güter, Nahrungsmittel und Dienstleistungen (ohne Mieten) schon seit einiger Zeit vergleichsweise stark an. So stiegen die Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel seit Februar 2021 durchschnittlich um recht hohe 0,24% (saisonbereinigter Wert) und kletterten damit ungefähr doppelt so stark wie in der Vor-Pandemie-Zeit.⁵ Während die Preise für Waren ohne Energieprodukte im gleichen Zeitraum um durchschnittlich 0,27% stiegen, nahmen die Preise für Dienstleistungen um etwas geringere 0,23% zu.⁶ Auf Basis der bis einschließlich Januar 2022 verfügbaren Preisdaten zeigte sich dabei eine besonders kräftige Preisdynamik bei den Dienstleistungen ohne Mieten (+0,35%), wohingegen der monatliche Mietpreisanstieg (+0,12%) noch recht moderat ausfiel.⁷ Die Nahrungsmittelpreise legten im Januar und Februar im Monatsvergleich mit 0,86% bzw. 0,6% erheblich stärker zu als in der Vor-Pandemiezeit.⁸

Hauptsächlich aufgrund des Wegfalls des Mehrwertsteuereffekts ging die (saisonbereinigte) Kerninflationsrate im Vergleich zum Vorjahresmonat im Januar/Februar 2022 auf „nur noch“ 3,1% bzw. 2,9% zurück (Dezember 2021: 3,7%). Gleichwohl blieb sie im historischen Vergleich damit noch immer relativ hoch (Vor-Pandemie-Mittelwert: ca. 1,4%). Während der Mehrwertsteuereffekt sich dabei recht deutlich bei der monatlichen Jahresteuerrate für nicht-energetische Waren zeigte (Rückgang auf 3,1%/3,3% im Januar/Februar von 4,8% im Dezember), stagnierte die entsprechende Teuerungsrate für Dienstleistungen ohne Mieten im Januar mit 4,2% auf hohem Niveau (saisonbereinigte Werte). Allerdings deutet der Rückgang der (saisonbereinigten) Dienstleistungsinflation von 3,1% im Januar auf 2,9% im Februar – zusammen mit dem gleichzeitigen Anstieg der Mietpreisinflation von 1,4% auf 1,5% – darauf hin, dass die Preise von Dienstleistungen ohne Mieten im Februar spürbar gesunken sind (auf schätzungsweise 3 ½%). Die Jahresteuerrate für Nahrungsmittel, die im Dezember mit 6% den höchsten Stand seit mehr als acht Jahren erreicht hatte, gab zwar im Zuge des Wegfalls des Mehrwertsteuereffektes auf 5% im Januar nach, zog jedoch im Februar wieder auf 5,3% an.

⁴ Die Abschaffung der EEG-Umlage zum 1. Juli 2022 dürfte den aktuellen Verbraucherpreis für Strom (*ceteris paribus*) um knapp 10% drücken. Zusammen mit der bereits zum 1. Januar 2022 vollzogenen EEG-Umlagen-Absenkung (von 6,5 Cent/kWh auf 3,72 Cent/kWh; - 42,7%) entspräche dies im gesamten Kalenderjahr 2022 einer Strompreissenkung von 14,4% (im Vergleich zum Durchschnittspreis aus dem Jahr 2021). Insgesamt dürften beide Maßnahmen zusammengenommen die Jahresinflationsrate in 2022 um rund 0,35 Pp. dämpfen, wobei davon rund 0,15 Pp. auf die vorgezogene Abschaffung der EEG-Umlage entfielen. Im Jahr 2023 dürfte die jahresdurchschnittliche Inflationsrate nochmals um 0,15 Pp. gedämpft werden.

⁵ Z. Vgl.: Der Vor-Pandemie-Mittelwert (für den Zeitraum 2015 und 2019) betrug lediglich 0,12%.

⁶ Z. Vgl.: Die entsprechenden Vor-Pandemie-Mittelwerte lagen bei ca. 0,09% bzw. 0,13%.

⁷ Z. Vgl.: Die entsprechenden Vor-Pandemie-Mittelwerte lagen bei ca. 0,12% bzw. 0,11%.

⁸ Z. Vgl.: Der Vor-Pandemie-Mittelwert lag bei ca. 0,17%.

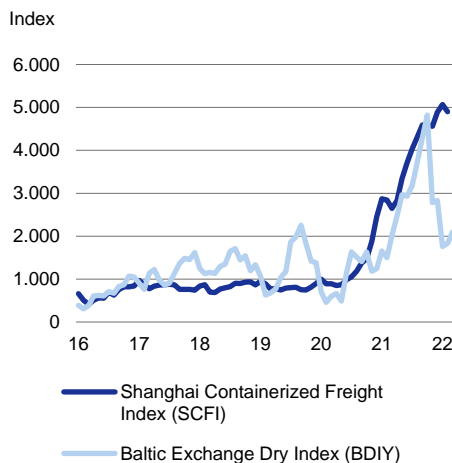


Aufwärtsrisiken dominieren den Inflationsausblick in 2022/23

Vor dem Hintergrund der hohen geopolitischen Risiken sowie der unsicheren Pandemielage – und des sich daraus ergebenden volatilen makroökonomischen Umfelds – bleibt die weitere Inflationsentwicklung äußerst unsicher. Insbesondere könnten weitere Preissprünge an den Rohstoff- und Energiemärkten einen erheblichen zusätzlichen Inflationsschub entfachen – sei es entweder unmittelbar über höhere Konsumentenpreise für Haushaltsenergie und Kraftstoffe und/oder mittelbar über höhere Energie- und Produktionskosten für nicht-energetische Waren, Dienstleistungen und/oder Nahrungsmittel. In diesem Fall würden schließlich die höheren Energie-/Rohstoffpreise nach und nach in eine höhere Kern- und Nahrungsmittelinflation münden.

Die Frachtraten haben sich vervielfacht

5



Quellen: Bloomberg Finance LP, Shanghai Shipping

„Pipeline“-Inflation dürfte zu höheren Verbraucherpreisen führen

Schon jetzt ist der Preisdruck auf der Erzeugerseite („Pipeline“-Inflation) beträchtlich. Laut Statistischem Bundesamt stiegen die Erzeugerpreise im Januar 2022 im Vergleich zum Vorjahreswert um 25% und damit so stark wie noch nie seit der Erhebung dieser Zeitreihe im Jahr 1949. Auch wenn ein großer Teil dieses Preisanstiegs wiederum auf das Konto der deutlich höheren Energiepreise (+66,7% gg. Vj.) ging, stieg der Erzeugerpreisindex ohne Energie ebenfalls kräftig (+12% gg. Vj.). So lag z.B. der prozentuale Preisanstieg bei den Metallen (+36,9%), Holz (+33,3%) chemischen Erzeugnisse (+25,6%) oder Gummi- und Kunststoffwaren (+12,3%) deutlich im zweistelligen Bereich (jeweils im Vergleich zum Vorjahresmonat). Auch die sehr hohen Frachtraten, die sich innerhalb des letzten Jahres vervielfacht haben, scheinen zu einem immer größeren Kostenblock der Unternehmen zu werden. Gemessen anhand des „Shanghai Containerized Freight Index“ (SCFI) sind die Frachtraten seit Februar 2020 um rund 450% angestiegen (siehe Grafik 5). Vor diesem Hintergrund beklagen mittlerweile einige Importeure, dass die Stückkosten für den Warentransport in manchen Fällen sogar mehr als die verschifftete Ware selbst betragen würden (siehe z.B. FAZ-Bericht vom 22. Februar 2022).

Angesichts des enormen Kostendrucks erstaunt es daher auch nicht, dass zahlreiche Einzel- und Großhändler ebenso wie Unternehmen aus der Verarbeitenden Industrie, dem Dienstleistungssektor sowie dem Baugewerbe ihre Verkaufspreise in der nächsten Zeit anheben wollen. Nach einer ifo-Umfrage (Stand: Februar 2022) planen (im Saldo) aktuell schätzungsweise 63,3% der Einzelhändler, 62,4% der Großhändler und 57,4% der im Verarbeitenden Gewerbe tätigen Unternehmen, ihre Verkaufspreise in den nächsten drei Monaten zu erhöhen. Im Dienstleistungs- und Baugewerbe liegen die Werte zwar etwas niedriger, allerdings wollen auch in diesen Branchen (im Saldo) 38,6% bzw. 42,9% der Unternehmen ihre Verkaufspreise demnächst nach oben anpassen. Bezogen auf alle Wirtschaftszweige erwägen derzeit (im Saldo) 47,1% der befragten Unternehmen, ihre Verkaufspreise demnächst zu erhöhen, was einem Rekordwert seit Erhebung der Zeitreihe im Jahr 2005 gleichkommt (siehe Grafik 6). Ein ähnliches Bild ergibt sich sowohl mit Blick auf die Industrienfrage der EU-Kommission (Industry Survey) als auch die Unterkomponenten zum IHS Markt Einkaufsmanagerindex. So erwarten nach der Umfrage der EU-Kommission noch immer sehr hohe 57,3% der Industrieunternehmen einen Preisanstieg innerhalb der nächsten drei Monate.⁹ Auch die PMI-Preiskomponenten deuten ei-

⁹ Auch die Preiserwartungen der Verbraucher scheinen gestiegen zu sein. Nach Daten der Verbraucherumfrage der EU-Kommission (EC Consumer Survey) rechnen (im Saldo) 45,4% der befragten Personen in den nächsten 12 Monaten mit höheren Preisen.



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

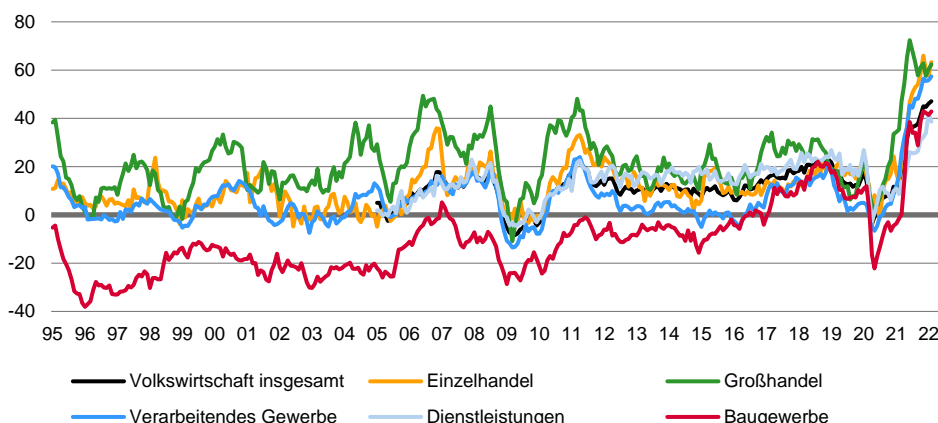
nen anhaltend hohen Preisdruck an, denn sowohl die Input- als auch die Output-Preise lagen auch im Februar 2022 mit 76,5% bzw. 66% noch immer auf sehr hohen Niveaus.

Weiterer zusätzlicher Preisdruck dürfte in den kommenden Monaten auch von weiter anziehenden Nahrungsmitteln ausgehen. Dies legen zumindest die jüngsten Entwicklungen bei den Erzeugerpreisen für landwirtschaftliche Produkte nahe. Nach Daten des Statistischen Bundesamtes stiegen die Erzeugerpreise in der Landwirtschaft im Dezember 2021 mit 22,1% gg. Vj. so stark wie seit Juli 2011 nicht mehr. Dabei erhöhten sich die Preise für pflanzliche Produkte (+28,8%) im Zuge der gestiegenen Getreidepreise (+40,6%) besonders stark. Die höheren Getreidemittelpreise, die im Zuge des Krieges in der Ukraine noch erheblich weiter steigen könnten, dürften sich somit auch bald in höheren Preisen für Backwaren zeigen. Das ifo-Institut geht unterdessen laut Presseberichten (siehe u.a. Handelsblatt) davon aus, dass die VPI-Nahrungsmittelpreise im Jahresdurchschnitt um 7% ansteigen und damit zu einem maßgeblichen Preistreiber in diesem Jahr werden dürften (2021: 3,2%).

ifo-Preiserwartungen*

6

Saldo (%)



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

Quellen: ifo, WEFA, Deutsche Bank Research

Nur leichte Entspannung bei den Lieferengpässen und Materialknappheiten

Eine leichte Verbesserung (aber noch keine nennenswerte Entspannung) wurde dagegen im Verarbeitenden Gewerbe mit Blick auf die derzeit sehr langen Lieferzeiten von bestellten Waren erzielt: Der entsprechende PMI-Teilindikator verbesserte sich im Februar auf 34,1% (nach 27,1% im Januar). Wenngleich die Dynamik bei den Lieferverzögerungen etwas nachgelassen hat, erwartet die Mehrzahl der befragten Unternehmen noch immer eine weitere Beeinträchtigung bei den Lieferzeiten. Damit steht die für den weiteren Jahresverlauf erwartete deutliche Entspannung bei den globalen Lieferkettenproblemen wohl noch immer aus.¹⁰ Bei den unter Materialengpässen leidenden Industrieunternehmen scheint die Lage ebenso noch immer angespannt zu sein. Laut Daten der EU-

¹⁰ Auch auf Basis eines weiteren Indikators – nämlich der Differenz zwischen Auftragseingang und Produktionsniveau im Verarbeitenden Gewerbe – zeichnet sich noch keine nennenswerte Verbesserung bei den Lieferkettenschwierigkeiten deutscher Industrieunternehmen ab: Während der Auftragseingang das Vor-Pandemie-Niveau im Dezember 2021 bereits um 9,8% überstiegen hatte, lag das Produktionsniveau zur gleichen Zeit noch immer 6,5% unter dem Vor-Pandemie-Niveau.



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Kommission für das erste Quartal 2022 (Umfragemonat Januar) klagten noch immer 88,7% der deutschen Industriebetriebe über Knappheiten bei Material und Ausrüstungen (Q4 2021: 85,6%). Darüber hinaus scheinen die deutschen Unternehmen zuletzt auch wieder zunehmend unter dem steigenden Fachkräftemangel zu leiden. So gaben im Januar 2022 mehr als ein Drittel der Unternehmen an, unter Personalengpässen zu leiden (Mittelwert des Vor-Pandemiejahres 2019: ca. 18,9%).

Auch nach einer Umfrage des ifo Instituts gibt es bislang noch keine belastbaren Anzeichen für eine Kehrtwende bei den Materialengpässen in der deutschen Industrie. Demnach hat sich der Anteil der Industrieunternehmen, die angaben, unter Engpässen (bzw. Beschaffungsproblemen) bei Vorprodukten und Rohstoffen zu leiden, im Februar 2022 wieder auf 74,6% erhöht – nach dem sich im Januar (67,3%) eine gewisse Entspannung angedeutet hatte (z. Vgl. Dezember 2021: 81,9%).

Der nachfrageseitige Preisdruck dürfte tendenziell zunehmen

Mit der Normalisierung des Pandemiegeschehens (einschließlich der allmählichen Rücknahme der meisten Corona-bedingten Einschränkungen) und der erwarteten Konjunkturerholung im Sommerhalbjahr 2022 dürfte der nachfrageseitige Preisdruck weiter zunehmen. Angesichts der erheblichen „Überersparnisse“ der privaten Haushalte¹¹ während der Pandemiezeit (von schätzungsweise rund EUR 200 Mrd. oder mehr als 11% der privaten Konsumausgaben des Jahres 2021) – und der damit einhergehenden höheren Zahlungsbereitschaft vieler Konsumenten – dürfte es den krisengebeutelten Dienstleistern und den unter großen Kostendruck stehenden Industrieunternehmen womöglich leichter als in der Vergangenheit fallen, ihre Verkaufspreise anzupassen. Ein gewisser gegenläufiger Effekt könnte aber wiederum durch zusätzliches „Angstsparen“ im Rahmen der erhöhten geopolitischen Risiken kommen. Und schließlich dürften auch bei einer zunehmenden Verfestigung des gegenwärtigen Inflationsbuckels (und einer weiter voranschreitenden Wirtschaftserholung) die Gewerkschaften auf höhere Tariflohnabschlüsse hinwirken, um zumindest Reallohneinbußen entgegenzuwirken.¹² Allerdings zeigt sich zumindest bis dato (Tariflohnsteigerung von 1,5% im Jahresdurchschnitt 2021) noch keine Preis-Lohnspirale. Stattdessen sollte in der kurzen Frist ein wesentlich höherer Lohndruck von der für den 1. Oktober 2022 geplanten Anhebung des gesetzlichen Mindestlohns auf dann EUR 12 je Stunde ausgehen, was auf eine deutliche Erhöhung des allgemeinen Mindestlohns um 25% binnen Jahresfrist hinausliefere und von welcher laut dem Bundesarbeitsministerium rund 6,2 Mio. Beschäftigte profitieren würden. Die direkten Mehrkosten der Mindestloohnerhöhung belaufen sich für die Wirtschaft laut Bundesregierung auf schätzungsweise EUR 5,6 Mrd. im Jahr 2023 (siehe Gesetzesentwurf vom 23. Februar 2022).

Die Deutsche Bundesbank hat kürzlich die unmittelbaren (höhere Bezahlung von Mindestlohnempfängern) und mittelbaren (Ausstrahleffekte auf darüber liegende Lohngruppen) Auswirkungen der Mindestlohnanhebung auf die HVPI-Inflationsrate im Rahmen ihres makroökonomischen Modells abgeschätzt (siehe Monatsbericht vom Februar 2022). Auch wenn der von der außerplanmäßigen Anhebung des Mindestlohns ausgehende Preisniveaueffekt laut den Berechnungen der Deutschen Bundesbank im nächsten Jahr noch vernachlässigbar sein dürfte (+0,06 Pp.), würde dieser Effekt mit der Zeit ansteigen, um schon im Jahr 2024 bei geschätzt +0,14 Pp. zu liegen. Nach vier Jahren dürfte sich der

¹¹ Dieser Wert ergibt sich aus der Differenz zwischen der tatsächlichen und der hypothetischen „normalen“ Ersparnis (gemessen anhand des langfristigen Vor-Pandemie-Mittelwertes der saisonbereinigten Sparquote) über den Zeitraum Q1 2020 bis Q4 2021.

¹² Laut vorläufigen Ergebnissen der Vierteljährlichen Verdiensterhebung des Statistischen Bundesamtes gingen die Reallöhne im Jahr 2021 geringfügig um 0,1% zurück.



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Preisniveaueffekt laut Bundesbank schließlich auf rund +0,25 Pp. belaufen. Die Notenbank gibt jedoch gleichsam zu bedenken, dass es aufgrund der frühzeitigen Ankündigung der Mindestlohnerhöhung zu einer zügigeren Lohn-Preisweitergabe kommen könnte und die davon betroffenen Unternehmen den (Mindest-) Lohnkostendruck im gegenwärtigen Inflationsumfeld in einem größeren Maße überwälzen könnten als es die Vergangenheit bzw. das makroökonomische Modell nahelegen würden. Zusammen mit der rapiden Alterung der Bevölkerung (demografischer Kipppunkt ab Mitte der 2020er Jahre) dürfte der außerplanmäßige Mindestlohnanstieg schließlich auch zu einem mittelfristig höheren Lohn-/Kerninflationstrend führen. Ebenso könnte eine Verfestigung der hohen Inflation schon bald den politischen Druck erhöhen, den Mindestlohn aufgrund der inflationsbedingten Kaufkraftverluste noch weiter nach oben zu schrauben – was schließlich eine breite Signalwirkung für sämtliche darüber liegenden Lohngruppen hätte – und schlimmstenfalls eine Lohn-Preisspirale in Gang setzen könnte.

VPI-Jahresinflationsrate könnte 2022 auf rund 5 ½% hochschießen

Im Moment spricht sehr viel für einen anhaltend hohen Inflationsdruck. Angesichts der überraschend hohen Januar/Februar-Inflationszahlen und des anhaltend hohen angebots- und nachfrageseitigen Preisdrucks (Stichworte: hohe Energie-, Rohstoff- und Erzeugerpreise, Lieferkettenprobleme/Materialengpässe, „Überersparnisse“ der privaten Haushalte, außerplanmäßige Erhöhung des gesetzlichen Mindestlohns) haben wir unsere Prognose für die (jahresdurchschnittliche) VPI-Inflationsrate auf 5 ½% abermals deutlich nach oben revidiert (von zuvor 4,2%). Unter der Annahme, dass die hartnäckigen Materialknappheiten und globalen Lieferkettenprobleme sich im weiteren Jahresverlauf langsam zurückbilden dürften, erwarten wir nunmehr für 2022 eine Kerninflationsrate in der Größenordnung von um die 3% (2021: 2,3%). Wie schon in 2021 dürften auch in 2022 stark steigende VPI-Energiepreise (insbesondere für Haushaltsenergie wie Gas, Strom und Heizöl) der Verbraucherpreisinflation kräftigen Auftrieb verleihen. Aufgrund der aktuellen Ölpreiss rally auf über USD 100 pro Fass (Brent) sowie der auf der Erzeugerseite stark gestiegenen Erdgas- und Strompreise gehen wir nunmehr davon aus, dass die VPI-Energiepreise im Jahr 2022 mit bis zu 25% insgesamt noch deutlich stärker steigen dürften als im Vorjahr (2021: +10,5%). Dies basiert auf den Annahmen, dass sowohl der Rohölpreis (Brent) auf dem aktuell hohen Niveau verbleibt als auch bei Gas/Elektrizität der Kostenüberwälzungsprozess von der Produzenten- auf die Verbraucherpreisebene bei Weitem noch nicht abgeschlossen ist. Auch von den VPI-Nahrungsmittelpreisen – die deutlich mehr als 6% steigen könnten – sollten in 2022 ein im Vergleich zum Vorjahr deutlich größerer Effekt auf die Jahresinflationsrate ausgehen (2021: Preisanstieg von 3,2% bzw. Inflationsbeitrag von 0,27 Pp.).

Mit Blick auf das unterjährige (monatliche) Inflationsprofil dürfte die Jahresteuerrungsrate (unter den oben beschriebenen Rahmenbedingungen) bis zum Jahresende 2022 bei Werten von deutlich über 5% liegen und erst zum Jahresanfang 2023 wieder unter die 5%-Schwelle fallen. Im Jahresverlauf 2023 dürfte sich die Headline-Inflationsrate wieder allmählich zurückbilden. Angesichts allmählich abnehmender Basiseffekte könnte die Inflationsrate unserer Einschätzung nach bis zum Dezember 2023 wieder auf Werte von um die 2 ½% absinken. Dies würde aber immer noch auf eine jahresdurchschnittliche Inflationsrate von deutlich mehr als 3% im Jahr 2023 hinauslaufen.



Ein weiterer schwerer Gas-/Ölpreisschock könnte die Inflationsrate sogar auf bis zu 7% hochkatapultieren

Insgesamt dürfte die weitere Inflationsentwicklung in den Jahren 2022/2023 sehr stark mit der weiteren – höchst unsicheren und volatilen – Energiepreisentwicklung verknüpft sein. Auf der einen Seite könnte eine weitere schockartige Verteuerung von Gas und Öl (z.B. aufgrund zunehmender globaler Energieangebotsengpässe) die deutsche Inflationsrate – unter Berücksichtigung der direkten und indirekten Effekte – im Jahresdurchschnittswert 2022 sogar auf einen Wert in der Größenordnung von bis zu 7% (schwerer Öl- und Gaspreisschock) steigen lassen (siehe auch [Focus Europe: Russia/Ukraine: Assessing the risks to the European economy](#) vom 15. Februar 2022). Darüber hinaus könnte sich im Fall einer vollständigen und dauerhaften Lieferunterbrechung russischer Energieexporte in den Westen ein kaum abschätzbares Inflationsrisiko materialisieren.

Auf der anderen Seite könnten die Gas- und Ölpreise unerwartet nachgeben (z.B. aufgrund erfolgreicher Deeskalationsschritte zwischen Russland und der Ukraine) und damit die deutsche VPI-Inflationsrate im Jahresdurchschnitt 2022 womöglich doch unterhalb von 5% liegen. Schließlich könnte die deutsche Regierung auch dazu übergehen, (weitere) Maßnahmen zur Minderung des Energiepreisanstiegs zu ergreifen (wie z.B. eine Reduzierung des Mehrwertsteuersatzes auf Energieprodukte oder eine Absenkung der Stromsteuer), die den erwarteten Inflationsanstieg begrenzen könnten.

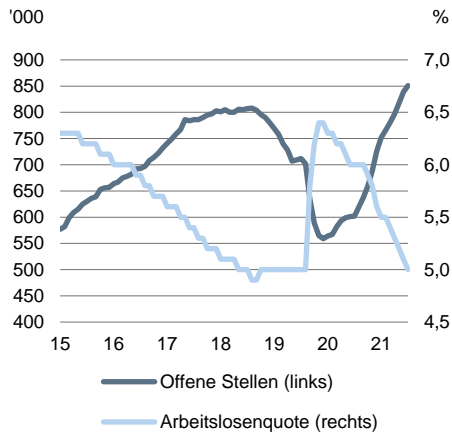
Sebastian Becker (+49 69 910-21548, sebastian-b.becker@db.com)



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Arbeitsmarkt hält Erholungskurs

Deutscher Arbeitsmarkt: Anhaltende Erholung, offene Stellen auf Rekordniveau **1**



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

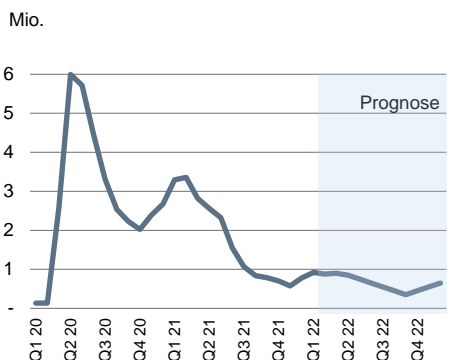
- Trotz pandemiebedingter Wachstumsdelle im Winterhalbjahr 2021/22 setzte der deutsche Arbeitsmarkt seine Erholung fort. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote strebt zügig auf ihr Rekordtief von 4,9% (Apr. 2019) zu.
- Der kontinuierliche Beschäftigungsaufbau und die Sicherung von Arbeitsplätzen durch die Kurzarbeit sind das Fundament der sehr guten Arbeitsmarktentwicklung. Dank eines Höchststands offener Stellen, könnte die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung im Jahresdurchschnitt 2022 erneut um 1% zulegen und die Arbeitslosenquote auf 5% zurückgehen.
- Im Jahr 2022 dürften die Tariflöhne um rund 2,5% zulegen, da die Dynamik von laufenden Verträgen bestimmt wird. Die Effektivverdienste könnten aber knapp 4% zulegen, getrieben durch Sonderleistungen, den Rückgang der Kurzarbeit und die Anhebung des Mindestlohns.

Omikron-Welle wirft deutschen Arbeitsmarkt nicht aus der Bahn

Trotz der pandemiebedingten Wachstumsdelle im Winterhalbjahr 2021/22 setzte der deutsche Arbeitsmarkt seine Erholung fort. Die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl sank bis Februar auf rund 2,312 Mio. und strebt bislang zügig auf ihr Rekordtief von 2,217 Mio. (Apr. 2019) zu. Allein im H2 2021 ergab sich ein Rückgang von knapp 290.000. Eine ähnlich dynamische Phase gab es zuletzt in H1 2008. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote lag im Februar auch nur noch ein Zehntel %-Pkt. über ihrem Allzeittief von 4,9% (Apr. 2019). Unter vergleichsweise moderaten Annahmen dürfte die Quote im Jahresmittel 2022 auf 5,0% fallen und könnte in 2023 sogar knapp unter diese Marke zurückgehen.

Maßgeblich für die gute Entwicklung ist das Zusammenspiel von Beschäftigungsaufbau und Kurzarbeit. Letztere legte in den zurückliegenden Wintermonaten erneut zu, jedoch fiel die Ausweitung weit geringer aus als im Winter 2020/21. Unter Berücksichtigung der letzten Schätzwerte des ifo Instituts dürfte die realisierte Kurzarbeit zu Jahresbeginn wieder auf knapp 1 Mio. angestiegen sein. Das würde seit Dezember 2021 einem Anstieg von gut 346.000 Personen entsprechen, verglichen mit gut 1,3 Mio. in der Vergleichsperiode. Vor diesem Hintergrund ist die Kritik an der erneuten Verlängerung der pandemiebedingten Sonderregelungen bis Ende Juni 2022 nicht überraschend.

Kurzarbeit im Winter 2021/22 wieder leicht angestiegen **2**



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

Potenzielle Auswirkungen der Kriegshandlungen in der Ukraine auf den deutschen Arbeitsmarkt

Kurzfristig könnte sich der Krieg in der Ukraine vor allem auf die Entwicklung der Kurzarbeit in Deutschland auswirken, da Industrieunternehmen mit zusätzlichen Zuliefererschwierigkeiten konfrontiert sind. Das Kapitel zur Industrieproduktion widmet sich diesem Kontext ausführlicher. Erste Meldungen zu Produktionsausfällen und damit verbundener Kurzarbeit kamen bereits von einigen Kfz-Produzenten.

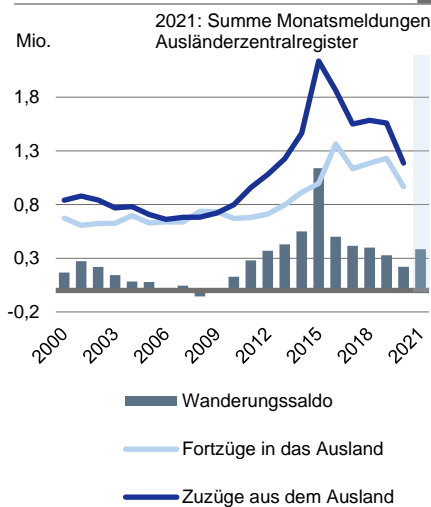
Für die Arbeitslosigkeit und den Beschäftigungsaufbau dürfte in der ersten Jahreshälfte 2022 aber vor allem die Pandemieentwicklung bestimmend sein. Die Lockerung der Beschränkungen in den meist sehr personalintensiven Branchen wird den positiven Trend vorerst weiter stützen.

Für Schutzsuchende aus dem Kriegsgebiet wurde am 4. März die EU-Richtlinie für den Fall eines „Massenzustroms von Vertriebenen aus der Ukraine“ in Kraft



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Deutscher Wanderungssaldo in 2021 etwa auf Vor-Pandemie-Niveau 3



Quellen: Statistisches Bundesamt, BVA Ausländerzentralregister

gesetzt.¹³ Sie müssen als Kriegsflüchtlinge kein Asylverfahren durchlaufen. Zwar verbindet sich damit auch eine unmittelbare Arbeitserlaubnis, da aber zurzeit vor allem Frauen mit z.T. sehr jungen Kindern bzw. ältere Personen aus dem Kriegsgebiet zuwandern, sind kurzfristig wenig Arbeitsmarkteffekte zu erwarten.

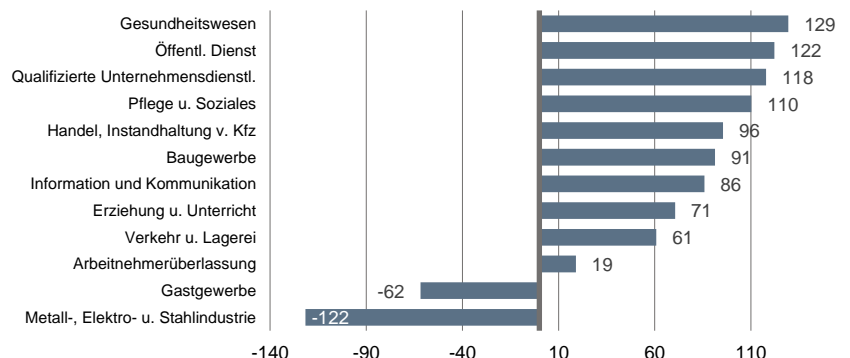
Mittelfristig dürften sich die Zuwanderer aus dem Kriegsgebiet am deutschen Erwerbsleben beteiligen. Angesichts der üblichen Such- und Integrationsfraktionen könnte dies den allgemeinen Rückgang der Arbeitslosigkeit verlangsamen. Die Beschäftigungsquote von bereits in Deutschland lebenden ukrainischen Staatsbürgern deutet aber auf eine vergleichsweise gute Arbeitsmarktperspektive hin. Im Kapitel zur Migration werfen wir einen näheren Blick auf diesen Kontext. Langfristig dürfte der deutsche Arbeitsmarkt von den zusätzlichen Arbeitskräften profitieren.

Fortgesetzter Beschäftigungsaufbau im laufenden Jahr

Während die Kurzarbeit bestehende Arbeitsplätze sicherte, vollzog sich im vergangenen Jahr ein nahezu kontinuierlicher Beschäftigungsaufbau. In saisonbereinigter Rechnung erklomm die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung seit Juni 2021 immer neue Höchstwerte. Im Dezember lag sie bei 34,27 Mio. (akt. Daten) und damit gut 1,3% über dem Vor-Pandemie-Niveau. Im Jahres-

Verschiebungen in der Beschäftigungsstruktur 4

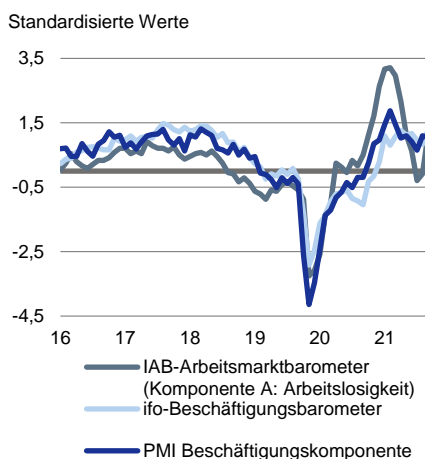
Veränderung Dez 2021 gg. Jan 2020, in Tausend



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

durchschnitt 2021 dürfte sich ein Zuwachs von etwa 0,9% ergeben.

Arbeitsmarktführindikatoren deuten auf anhaltend positive Entwicklung 5



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

Der Beschäftigungsaufbau dürfte auch im laufenden Jahr voranschreiten. Ein Indiz dafür ist das im Februar erreichte Allzeithoch an gemeldeten offenen Stellen (851.000). Aber auch die gängigen Frühindikatoren von ifo und IAB sowie die entsprechenden Komponenten der Einkaufsmanagerindizes signalisieren einen fortgesetzten Aufwärtstrend. Zudem dürfte das zu erwartende Wegfallen pandemiebedingter Einschränkungen den Stellenaufwuchs vor allem bei Dienstleistungs- und Tourismusunternehmen beleben. Alles in allem könnte die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung im Jahresdurchschnitt 2022 um weitere 360.000 Stellen (+1%) zulegen. Dazu dürfte auch die Erholung der Zuwanderung von Arbeitskräften beitragen, die zuletzt durch die Pandemie gedämpft wurde.

Der kräftige Aufwärtstrend in der Beschäftigungsentwicklung geht einher mit einer deutlichen Strukturverschiebung. In der Metall-, Elektro- und Stahlindustrie

¹³ Nach den ansonsten geltenden Regelungen wird Asylbewerbern frühestens nach drei Monaten der Zugang zum Arbeitsmarkt möglich. Die Frist für Eltern beläuft sich auf sechs (minderjährige Kinder) bzw. neun Monate (ältere Kinder). Vgl. Asylgesetz (AsylG) § 61 Erwerbstätigkeit.



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

entfielen während der Pandemie knapp 120.000 Stellen. Dafür dürfte vor allem der grundlegende Strukturwandel in diesen Bereichen verantwortlich sein. In diesem Kontext ist der Beschäftigungsaufbau bei der Arbeitnehmerüberlassung und den Unternehmensdienstleistern bemerkenswert. Die Stärke dieser Bereiche dürfte auch von der notwendigen Flexibilisierung während der Transformation in der Industrie herrühren. Der kräftige Zuwachs rund um Gesundheit und Pflege verwundert kaum und dürfte angesichts des demografischen Wandels auch von Dauer sein. Nicht zuletzt, weil die Nachfrage nach Wohnimmobilien auch während der Pandemie stark blieb, konnten im Baugewerbe kräftig Stellen aufgebaut werden, obwohl die Zuwanderung von Arbeitskräften zwischenzeitlich erschwert war.

Erwerbstätigkeit mit Aufholpotenzial, Mindestlohn könnte Minijobs bremsen

Auch wenn sich die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung kräftig erholt hat, liegt die saisonbereinigte Erwerbstätigenzahl mit 45,3 Mio. (Jan. 2022) noch knapp $\frac{1}{4}$ % unter dem Höchstwert aus dem Februar 2020. Die Lücke ist auf den Rückgang der Zahl der Selbstständigen (21Q4: -4,8% gg. 19Q4) und den pandemiebedingten Einbruch bei den geringfügig entlohnten Beschäftigten (Dez 2021: -8,8% gg. Feb. 2020) zurückzuführen. Trotz der von uns erwarteten Konjunkturerholung wird die Zahl der Selbstständigen kurzfristig kaum steigen. Zum einen dürfte die Pandemie trotz staatlicher Hilfen viele Geschäftsgrundlagen vernichtet haben und zum anderen verstärkte sie einen Abwärtstrend, der bereits seit knapp zehn Jahren anhält. Hier wirkt sich auch der Faktor Demografie aus, denn vielfach mangelt es bereits an personeller Unternehmensnachfolge.

Hingegen dürfte die geringfügig entlohnte Beschäftigung – sog. Minijobs – ab dem Frühjahr wieder expandieren. Dem Vorjahresmuster folgend sollten die Verbesserung der Pandemielage und die damit verbundenen Lockerungen insbesondere im Gastgewerbe, im Handel und bei den personenbezogenen Dienstleistungen zu mehr Einstellungen führen.

Im Jahresdurchschnitt 2022 könnte die Erwerbstätigenzahl um knapp 500.000 Personen zulegen und damit auf gut 45,4 Mio. klettern (+1,1%). Sie würde dann etwa 145.000 über dem bisherigen Höchststand aus dem Jahr 2019 liegen.

Die nun beschlossene sprunghafte Anhebung des deutschen Mindestlohns von derzeit EUR 9,82 auf EUR 12 zum 1. Oktober (Zwischenschritt im Juli auf EUR 10,45) dürfte aber die Erholung der Minijobs beschränken. Mit der Erhöhung der monatlichen Entgeltgrenze auf EUR 520 soll einem möglichen Anreiz zur Reduzierung von Arbeitsstunden entgegengewirkt werden. Die höheren Lohnkosten könnten aber dafür sorgen, dass diese Beschäftigungsverhältnisse nicht im selben Maße aufgebaut werden, wie sie im Pandemieverlauf verloren gingen. Das dürfte umso eher gelten, wenn (potenzielle) Arbeitgeber den Lohnkostenanstieg nicht umfänglich weitergeben können bzw. nicht auf Marge verzichten wollen.¹⁴ Angesichts des aktuellen Inflationsumfeldes könnte auch bei den Konsumenten die Akzeptanz von Preisanhebungen begrenzt sein, sodass sie mit Nachfrageeinschränkung reagieren würden. Ein solcher Trend dürfte zum Beispiel im Gast- und Tourismusgewerbe schnell sichtbar werden, wie auch bei vielen Handwerksdienstleistungen.

Einige Skepsis ist angebracht, wenn zum Vergleich auf die scheinbar geringen Beschäftigungseffekte nach der Mindestlohneinführung im Jahr 2015¹⁵ verwiesen wird. Vielfach wurden entsprechende Arbeitsverhältnisse zwar beibehalten,

¹⁴ Link, Sebastian (2018). The price and employment response of firms to the introduction of minimum wages. CESifo working paper no. 7575.

¹⁵ 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.

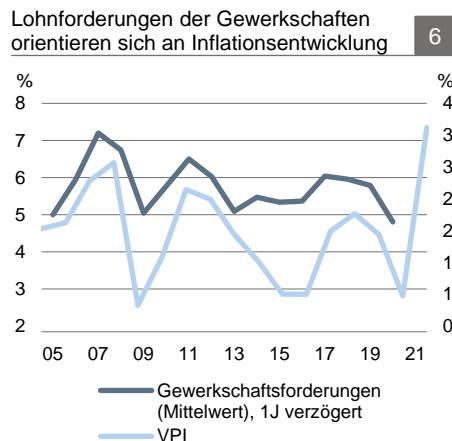


Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

aber die geleisteten Stunden reduziert¹⁶ oder der Mindestlohn wurde erst einmal gar nicht berücksichtigt. Zum anderen unterscheidet sich die Arbeitsmarktsituation, da die deutsche Volkswirtschaft damals erst am Beginn einer längeren Aufschwungphase stand.

Lohnentwicklung im Umfeld steigender Verbraucherpreise

Vor dem Hintergrund kräftig gestiegener Verbraucherpreise rückt die aktuelle Lohnentwicklung in Deutschland in den Fokus. Neben anderen Faktoren könnte ein Zyklus überdurchschnittlicher Tariflohnabschlüsse eine Lohn-Preis-Spirale einläuten und damit einen dauerhafteren Preisauftrieb befeuern.



Quellen: WSI Tarifarchiv, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Angesichts der Kündigungstermine können aber vor allem viele große Tarifbereiche nicht zeitnah auf die aktuelle Inflationsentwicklung reagieren. Der jahresdurchschnittliche Tariflohnanstieg dürfte in 2022 bei rund 2,5% liegen, denn der Löwenanteil der Dynamik wird von bereits laufenden Verträgen bestimmt. Im Umkehrschluss lässt dies aber kräftige Nachholeffekte im Jahr 2023 erwarten. Das verdeutlicht ein Blick auf Gewerkschaftsforderungen in der jüngeren Vergangenheit, die zwar mit Verzögerung, aber dennoch spürbar auf höhere Inflationsraten reagierten. Zudem dürfte sich die außerordentliche Anhebung des Mindestlohns auf EUR 12 auch auf das untere Tariflohngefüge auswirken. Daher dürfte in den nächsten Tarifverhandlungen auch der Abstand der unteren Lohngruppen zum Mindestlohn eine Rolle spielen und für zusätzlichen Lohn- druck sorgen.

Auch wenn aktuell noch keine Lohn-Preis-Spirale wahrnehmbar ist, dürfte schon die mittelfristige Abfolge der Verhandlungen den Lohn- druck aufrechterhalten. Hinzu kommt, dass für die Lohnkosten letztendlich die tatsächlich gezahlten Entgelte – die Effektivlöhne – bestimmend sind. Durch übertarifliche Sonderleistungen sowie den Rückgang der Kurzarbeit und die Anhebung des Mindestlohns dürften die Effektivverdienste im laufenden Jahr knapp 4% zulegen. Die Lohndrift legt deutlich zu.

Tarifabschluss in der Chemischen Industrie könnte Signalwirkung haben

Die Gewerkschaft IG BCE hat jüngst ihre Forderungen für die rund 580 Tsd. Tarifbeschäftigten der chemisch-pharmazeutischen Industrie beschlossen. Auf eine konkrete prozentuale Forderung hat man sich nicht festgelegt, aber ihr Verhandlungsführer strebt ein „...Plus oberhalb der Teuerungsrate...“¹⁷ an. Zudem sollen unter anderem die Nachtschichtzuschläge einheitlich auf 25% erhöht werden. Ein Verhandlungsergebnis dürfte nicht vor April erreicht werden, da die erste Verhandlungsrunde auf Bundesebene am 21. März stattfinden soll. Die Arbeitgeberseite könnte einen Anreiz für eine vergleichsweise schnelle Einigung haben, um streikbedingte Störungen in der Produktion zu vermeiden, sodass ein Abschluss in Höhe von 4 bis 5% zustande kommen könnte. Andere Tarifbereiche dürften sich am Ergebnis dieser Verhandlungen orientieren. Gleichwohl dürfte die unterschiedliche Betroffenheit von branchenspezifischen Strukturveränderungen das Thema Arbeitsplatzsicherheit mehr oder weniger in den Vordergrund rücken. Die hohe Nachfrage nach Fachkräften stärkt die Position der Arbeitnehmer. Ein Trend der sich angesichts der demografischen Entwicklung mittelfristig noch verstärken dürfte.

¹⁶ 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.

¹⁷ <https://www.zeit.de/news/2022-02/22/gewerkschaft-will-tarifplus-oberhalb-der-teuerungsrate>



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Weitere Schwergewichte der Verhandlungsrunde des laufenden Jahres sind die Metall- und Elektroindustrie (3,8 Mio.), der Öffentliche Dienst von Bund und Gemeinden (2,7 Mio.) und die Zeitarbeitsfirmen (835 Tsd.). In den letztgenannten Tarifbereichen enden die bisherigen Verträge erst im September bzw. Dezember. Vor allem im Öffentlichen Dienst und im Bereich der Zeitarbeit ist ein Abschluss daher erst zu Beginn des kommenden Jahres zu erwarten.

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



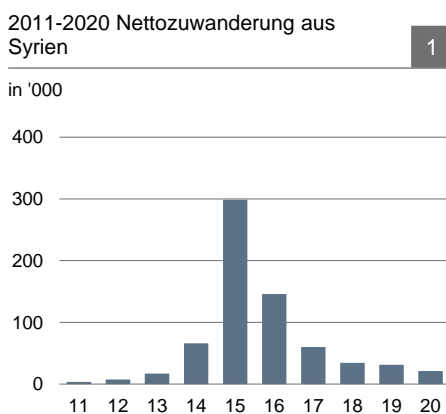
Deutschland vor weiterer Flüchtlingswelle

- Laut UNHCR sind rund 4 Mio. ukrainische Flüchtlinge zu erwarten. Deutschland könnte sich aufgrund europäischer Regelungen womöglich bereit erklären, rund eine 1 Mio. Schutzsuchende aufzunehmen.
- Ukrainische Flüchtlinge treffen in Deutschland auf eine große Zahl an Ukrainern, da sich bereits seit der deutschen Wiedervereinigung eine nennenswerte Zuwanderung aus dieser Region vollzogen hat. Zusammen mit der spürbaren Solidarität in der deutschen Bevölkerung könnte eine Integration in die Gesellschaft und Wirtschaft zügig erfolgen.
- Die Arbeitslosenrate könnte temporär steigen. Der hohe Arbeits- und Fachkräftemangel dürfte jedoch zu einer schnellen Absorption des zusätzlichen Arbeitsangebots führen. Langfristig könnte die Erwerbsbevölkerung durch die Zuwanderung aus der Ukraine um rund 250.000 Personen zulegen.
- Die öffentlichen Defizite in den Jahren 2022 und 2023 könnten sich aufgrund der zusätzlichen Sozialausgaben kurzfristig um 0,2 %-Punkte relativ zum BIP erhöhen. Gelingt eine schnelle Integration in den Arbeitsmarkt, bestehen langfristig gute Chancen, dass die Zuwanderer zur fiskalischen Konsolidierung beitragen.

Deutschland könnte wohl in etwa 1. Mio. Flüchtlinge aufnehmen

Aktuell sind rund 1 Mio. Menschen aus der Ukraine geflüchtet. Das UNHCR rechnet mit 4 Mio. Flüchtlingen. Davon dürften die meisten versuchen, in die EU zu gelangen. In dieser historischen Stunde signalisieren alle EU-Länder eine hohe Bereitschaft zu helfen. Typischerweise nehmen die direkten Nachbarländer die meisten Menschen aus einem Kriegsgebiet auf, also in diesem Fall die EU-Staaten Polen, Rumänien, die Slowakei und Ungarn. Hierfür sprechen nicht nur die Nähe zur Heimat, sondern auch geringere sprachliche Hürden als in Westeuropa. Das lässt sich auch deutlich an der Verteilung der erstmaligen Aufenthaltstitel der EU im Jahr 2020 an ukrainische Staatsbürger ablesen. 490.000 der 601.000 Aufenthaltstitel erteilte Polen. Angesichts des zu erwartenden Flüchtlingsstroms dürften die Anrainerstaaten jedoch bald überlastet sein. Auf EU-Ebene wird offenbar diskutiert, die Massenzustrom-Richtlinie aus dem Jahr 2001 zu aktivieren, die eine solidarische Verteilung innerhalb der EU vorsieht. Laut Medienberichten stand diese Richtlinie auf der Agenda des jüngsten EU-Innenministertreffens am Donnerstag, 3. März 2022.

Eine solidarische Verteilung könnte sich an Einwohnerzahl und Pro-Kopf-Einkommen orientieren. Auf Deutschland würden demnach in etwa 1 Mio. ukrainische Flüchtlinge entfallen. Auch im Vergleich zur Flüchtlingswelle während des Syrienkrieges und unter Berücksichtigung der höheren Einwohnerzahl der Ukraine sowie der großen Nähe erscheint diese Zahl plausibel. Im Zeitraum von 2011 bis 2020 nahm Deutschland rund 680.000 Syrer auf. Syrien hatte zu Kriegsbeginn rund 22 Mio. Einwohner, die Ukraine dagegen mehr als 41 Mio. Auch die deutlich geringere räumliche Distanz der Ukraine im Vergleich zu Syrien – die ukrainische Grenze ist nur rund 700 km von der deutschen Grenze entfernt – spricht für eine hohe Zuwanderung.



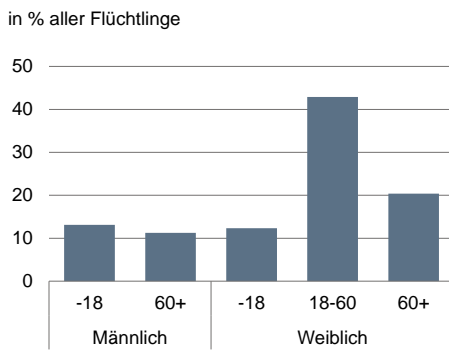
Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Zuwanderung vor allem von Frauen, Rentnern und Kindern

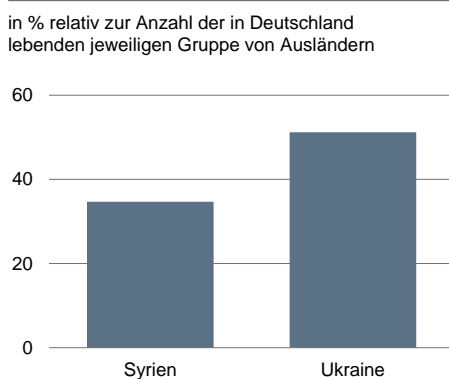
Vermutete Verteilung der ukrainischen Flüchtlinge nach Geschlecht und Altersgruppe



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Aufgrund der Mobilmachung der Streitkräfte dürfen 18-60-jährige Männer die Ukraine nicht verlassen. Unter Berücksichtigung dieser Regelung und basierend auf der Bevölkerungsverteilung in der Ukraine dürften 75% der Flüchtlinge weiblich sein. Zum Vergleich: Während der Flüchtlingswelle im Jahr 2015 lag der Anteil der weiblichen Flüchtlinge bei lediglich rund 25%. Die Gruppe der 18- bis 60-Jährigen macht demnach auch ohne Männer mit mehr als 40% den Hauptanteil der Flüchtlinge aus, ein Viertel dürften unter 18-jährige und ein Drittel über 60jährige Personen sein (siehe Grafik 2). Unterstellt man eine Zuwanderung von 1 Mio., dann werden im Jahr 2022 vermutlich rund 200.000 Schüler und Kindergartenkinder und mehr als 300.000 Rentner einwandern. Im arbeitsfähigen Alter dürfte rund eine halbe Million Menschen sein. Die hohe Zahl der Kinder und Jugendlichen verlangt nach Betreuungs- und Ausbildungsmöglichkeiten, damit den Eltern die Integration in den Arbeitsmarkt gelingen kann.

Beschäftigtenquote: Ukrainer im Vergleich zu Syrern

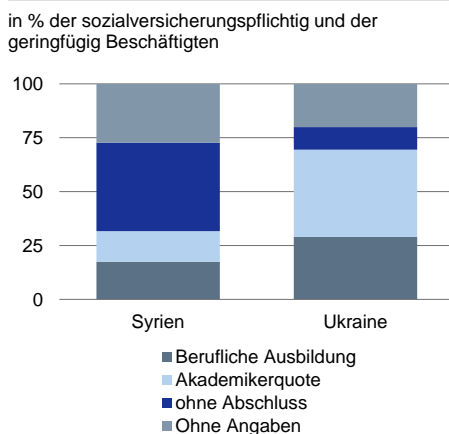


Quellen: Ausländerzentralregister, Deutsche Bank Research

Relativ leichte Integration in deutsche Gesellschaft und Wirtschaft

Die Integration der Flüchtlinge aus der Ukraine dürfte angesichts der aktuell hohen Solidarität in Deutschland gelingen. Eine besonders positive Rolle könnten auch die bereits hier lebenden Ukrainer spielen. Die Nettomigration aus der Ukraine lag in der letzten Dekade bei durchschnittlich rund 6.100 Personen pro Jahr. Aufgrund des Ukraine-Krieges lag der Höhepunkt bei über 10.000 pro Jahr in der Mitte des letzten Jahrzehnts. Als Folge der Spätaussiedlerregelungen lag die Nettozuwanderung Anfang der 2000er Jahre noch höher. Daher lebten in Deutschland im Jahr 2020 mehr als 140.000 Ukrainer und die Zahl der sozialversicherungspflichtig beschäftigten Ukrainer lag bei 54.300. Zudem dürfte es viele weitere Tausende von Deutschen mit ukrainischem Migrationshintergrund geben. Daher könnte in vielen Städten bereits ein Netzwerk von Ukrainern bestehen, sodass die Neuankommlinge schnell eine Brücke in die deutsche Gesellschaft und Wirtschaft finden könnten.

Ausbildung der Ukrainer im Vergleich zu Syrern



Quellen: Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research

Gute Arbeitsmarktchancen für ukrainische Flüchtlinge

Die Beschäftigtenquote¹⁸ der hier arbeitenden Ukrainer liegt bei über 50% und damit deutlich unter der Quote der Deutschen, die bei knapp 70% liegt. Jedoch liegt die Akademikerquote bei über 40% gemessen an den sozialversicherungspflichtig und geringfügig Beschäftigten und damit mehr als doppelt hoch wie die 19% der Deutschen. Die hohe Quote spiegelt vermutlich wider, dass Arbeitnehmer aus einem Nicht-EU-Land mit höherem Bildungsabschluss leichter einen Job finden als solche mit niedrigerem Bildungsabschluss. Entsprechend überzeichnet diese Quote vermutlich den durchschnittlichen Bildungsstand der Flüchtlinge. Andererseits lässt sie eine relative zügige und erfolgreiche Integration für viele Flüchtlinge in den deutschen Arbeitsmarkt erwarten, wenn diese dauerhaft bleiben.

Die positiven Aussichten verdeutlicht auch die Gegenüberstellung der hohen Beschäftigten- und Akademikerquoten von ukrainischen im Vergleich zu den syrischen Flüchtlingen (Grafik 4). Mit dem Zustrom in den Arbeitsmarkt könnte sich anfangs die Arbeitslosenrate womöglich leicht erhöhen. Angesichts der hohen Zahl von offenen Stellen dürfte die Arbeitslosenrate vermutlich aber nur geringfügig um wenige Zehntelprozentpunkte steigen, bevor sie angesichts der guten Binnenkonjunktur wieder fällt und in den nächsten Jahren Vollbeschäftigung erreicht. Unterstellt man für die rund eine halbe Mio. Flüchtlinge im erwerbsfähigen

¹⁸ sozialversicherungspflichtig, inkl. ausschließl. geringfügig Beschäftigte



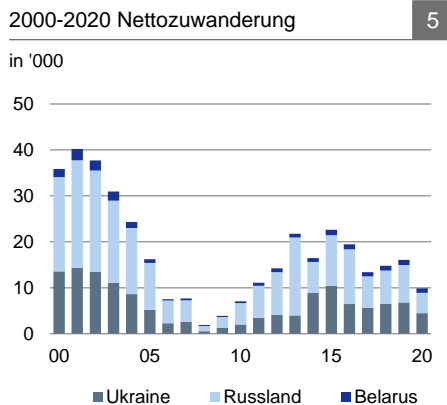
Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

gen Alter eine langfristige Beschäftigtenquote von 50%, dann stünden dem Arbeitsmarkt zusätzlich 250.000 Erwerbstätige oder ein Plus von rund 0,6% relativ zum aktuellen Niveau zur Verfügung.

Staatshaushalt: kurzfristig höhere Defizite, langfristig höhere Überschüsse dank Arbeitsmarktintegration

Die relativ guten Arbeitsmarktchancen lassen auch vermuten, dass diese Zuwanderung langfristig einen positiven Effekt auf den Staatshaushalt haben könnte.¹⁹ In den ersten Jahren wird es aber sicherlich zu einer Belastung kommen. Während der Flüchtlingskrise des Jahres 2015 lagen seriöse Kostenschätzungen zwischen rund EUR 1.000 und EUR 1.700 pro Monat pro Flüchtling.²⁰ Würden in den nächsten zehn Monaten durchschnittlich 100.000 weitere Flüchtlinge nach Deutschland kommen, wären somit zusätzliche Sozialausgaben von rund EUR 5,5 Mrd. bis EUR 9,4 Mrd. im Jahr 2022 zu erwarten. Gelingt die Integration in den Arbeitsmarkt zügig, dann könnte ein ähnlich hoher Betrag im Jahr 2023 fällig werden. In beiden Jahren würden die Defizite relativ zum BIP damit um rund 0,2 %-Punkte steigen. Ohne jegliche Integration in den Arbeitsmarkt lägen die Kosten im Jahr 2023 wohl zwischen EUR 12 Mrd. bis maximal EUR 20 Mrd. und das zusätzliche Defizit bei bis zu 0,5 %-Punkten.

Migration aus Russland und Belarus



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

In den letzten zwanzig Jahren folgte das Muster der Zuwanderung aus Russland und Belarus typischerweise dem der Ukraine. Zudem könnten die Sanktionen, hohe Inflationsraten, Bank runs sowie die damit verbundenen finanziellen und wirtschaftlichen Engpässe in beiden Ländern Flüchtlingsströme verursachen. Andererseits könnte die Ausreise aus diesen Ländern erschwert sein. Ebenso ist die Reaktion der EU unklar. So unterscheiden sowohl Politiker in den EU-Staaten als auch die Gesellschaft klar zwischen den Eliten beider Staaten und der Bevölkerung. Somit besteht grundsätzlich wohl eine hohe Bereitschaft zu helfen. Jedoch könnten angesichts der ukrainischen Flüchtlingswelle viele Länder an ihre Kapazitätsgrenzen stoßen. Zudem besteht das Risiko, dass mit solchen Flüchtlingsbewegungen die politischen Konflikte in die EU getragen werden. Die Willkommenskultur könnte dann schnell kippen. Wie hoch die Zuwanderung aus beiden Ländern ausfällt, bleibt daher unklar.

Marc Schattenberg (+49 69 910-31875, marc.schattenberg@db.com)
Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)

¹⁹ Bonin, Holger (2016). Gewinne der Integration Berufliche Qualifikation und Integrationstempo entscheiden über die langfristigen fiskalischen Kosten der Aufnahme Geflüchteter. böll.brief #1, TEILHABEGESELLSCHAFT, April 2016.

²⁰ <https://www.iwd.de/artikel/was-kostet-die-fluechtlingshilfe-256373/>

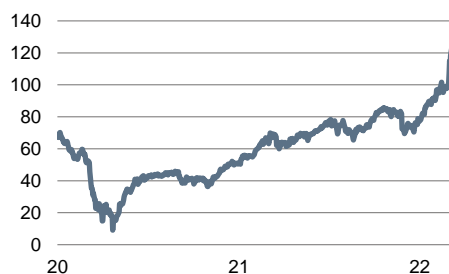


Verarbeitendes Gewerbe: Höhere Energiepreise sind schmerzhafter als Wirtschaftssanktionen

- Die Eskalation des Krieges in der Ukraine hat sich bereits stark auf die weltweiten Energiepreise ausgewirkt. Eine physische Verknappung der Gasversorgung (bei geringeren Gasimporten aus Russland) würde vor allem die energieintensiven Industrien in Deutschland treffen. Die EU und andere Länder haben bereits wirtschaftliche Sanktionen gegen Russland verhängt oder werden dies noch tun. Auch die Transportwege sind gestört. Dies wird sich auf das deutsche Verarbeitende Gewerbe auswirken. Dennoch ist die direkte Betroffenheit über das Exportgeschäft relativ gering. Der Maschinenbau hat den höchsten Handelsanteil mit Russland. Im Jahr 2021 gingen 3% aller deutschen Maschinenexporte nach Russland. Höhere Energiepreise und mögliche physische Engpässe bei der Energie- oder Metallversorgung oder andere Unterbrechungen der Lieferketten sowie negative Folgen für die Investitionsneigung und die wirtschaftliche Stimmung sind die weitaus größere wirtschaftliche Belastung für das deutsche Verarbeitende Gewerbe im Vergleich zu Verlusten bei den Exporten nach Russland.
- Trotz des Krieges in der Ukraine rechnen wir mit einer Erholung der Industrieproduktion in Deutschland. Sie wird jedoch im ersten Halbjahr 2022 sehr gedämpft ausfallen. Die Probleme mit Materialengpässen werden durch vorübergehende Ausfälle der Arbeitskräfte in den Unternehmen aufgrund von Quarantäneauflagen für Mitarbeiter mit einer COVID-19-Infektion und möglicherweise durch Lieferprobleme aufgrund der Sanktionen gegen Russland verschärft werden. Die Dynamik dürfte ab dem 3. Quartal aufgrund abnehmender Lieferengpässe und eines hohen Auftragsbestandes stärker ausfallen. Insgesamt erwarten wir für 2022 einen Anstieg der Produktion des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland um etwa 3% (Prognose von 5% gesenkt). Für 2023 rechnen wir mit einem Anstieg der Inlandsproduktion um 7%.

Ölpreisschock nach der russischen Invasion in die Ukraine

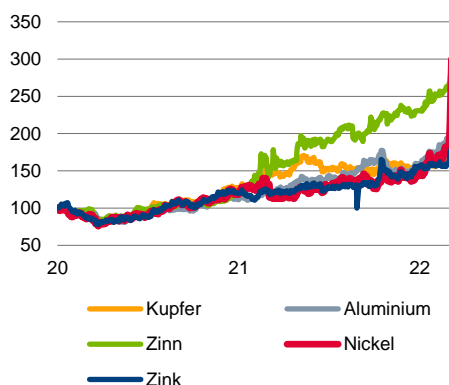
Täglicher Ölpreis, Brent, USD pro Barrel



Quelle: WEFA

Starker Preisanstieg bei NE-Metallen

Tägliche Börsenpreise, 01. Januar 2020 = 100



Quelle: LME

Steigende Energiepreise waren schon vor der Invasion Russlands in die Ukraine die Hauptsorge der Industrien

Die jüngste Eskalation des russischen Krieges gegen die Ukraine hat sich bereits auf die weltweiten Energiepreise ausgewirkt. Die Ölpreise haben inzwischen die Marke von USD 110 überschritten, und die Gaspreise sind in den Tagen nach der russischen Invasion in die Höhe geschossen. Auch die Preise für Aluminium und andere Nichteisenmetalle sind gestiegen, da Russland ein wichtiger Akteur auf den internationalen Rohstoffmärkten ist. Deutschland bezieht 6% seiner Metallimporte aus Russland. Ein physischer Engpass bei der Gasversorgung (im Falle geringerer Gaseinfuhren aus Russland) würde die energieintensiven Industrien (Chemie, Metallherzeugung, Baustoffe) am stärksten treffen. Bei Metallen und anderen Zwischenprodukten wie Holz könnte der Krieg in der Ukraine die Unterbrechung der Lieferketten verlängern und verschärfen. Einige deutsche Automobilhersteller haben bereits angekündigt, dass die Produktion in einigen europäischen Fabriken für einige Zeit geschlossen werden muss, weil es an in der Ukraine hergestellten Produkten für die Automobilzulieferer mangelt. Dieser militärische Konflikt im Herzen Europas wird sich auch negativ auf die Investitionsbereitschaft der Unternehmen auswirken, obwohl die Bundesregierung mit einer expansiven Fiskalpolitik (Ausgaben für die Verteidigung sowie für die alternative Energieversorgung) gegensteuern wird.

Angesichts der erheblichen Preissteigerungen für Energie und Vorprodukte verwundert es nicht, dass in einer aktuellen Umfrage des Deutschen Industrie- und Handelskammertages (DIHK) 85% der Industrieunternehmen die steigenden

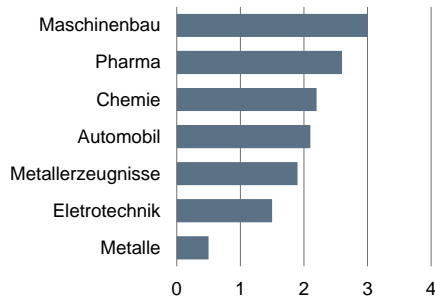


Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Geringe Exportanteile Russlands

3

Anteil Russlands an deutschen Exporten nach Branchen, 2021, %

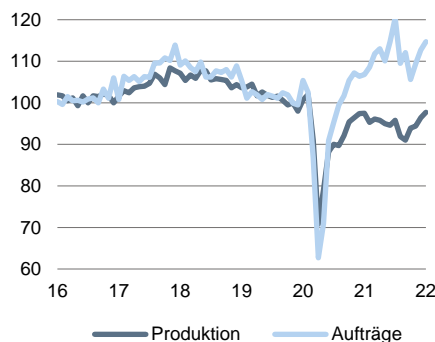


Quelle: Statistisches Bundesamt

Lücke zwischen Produktion und Aufträgen noch immer groß

4

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100

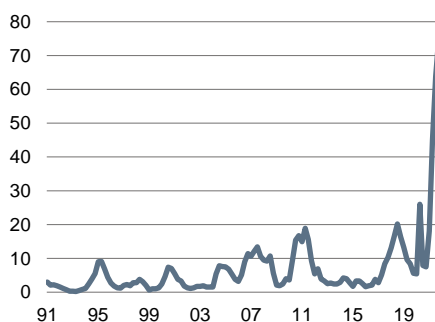


Quelle: Statistisches Bundesamt

Materialknappheit nahe Rekordniveau

5

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



* Q4=Durchschnitt Januar u. Februar

Quelle: ifo Institut

Energie- und Rohstoffpreise als derzeit größtes Risiko für ihre Geschäftsentwicklung bezeichneten; diese Umfrage wurde sogar noch vor dem russischen Einmarsch in der Ukraine durchgeführt. In einem solchen Umfeld wird die Nachfrage im Vergleich zu geopolitischen und Energiepreisrisiken weniger relevant.

Deutsche Exporte nach Russland brechen 2022 ein

Die EU und andere Länder haben wirtschaftliche Sanktionen gegen Russland verhängt oder werden dies tun. Dies wird das deutsche Verarbeitende Gewerbe direkt (bilateraler Handel) und indirekt (Importe aus Drittländern, Investitionsneigung, negative Auswirkungen auf den europäischen Logistiksektor) treffen. Als die EU 2014 ihre Sanktionen gegen Russland einführte, gingen die deutschen Exporte nach Russland 2014 um 18,4% und 2015 um fast 26% zurück. Der Anteil Russlands an den deutschen Gesamtexporten schrumpfte von seinem Höchststand im Jahr 2012 (3,5%) auf 1,8% im Jahr 2016 und blieb danach recht stabil (2021: 1,9%). Die Auswirkungen der neuen Sanktionen auf die bilateralen Handelsbeziehungen sind angesichts der Ungewissheit über die weitere Entwicklung des Krieges schwer zu quantifizieren. Ein Rückgang der deutschen Exporte nach Russland um 75% oder mehr im Jahr 2022 wäre jedoch nicht überraschend. Einige Logistikunternehmen haben angekündigt, Transportkapazitäten von und nach Russland auf Eis zu legen.

Andererseits könnten die deutschen Importe aus Russland, die von Energie dominiert werden, 2022 nominal sogar steigen, wenn mengenmäßig geringere Importe durch höhere Energiepreise überkompensiert werden. Die deutschen Importe aus Russland waren im Jahr 2021 aufgrund höherer Öl- und Gaspreise um 54,2% gestiegen. Ein Stopp der deutschen Gas- und Ölimporte aus Russland und/oder ein russisches Verbot von Energieexporten nach Deutschland würden allerdings zu einem Rückgang der Gesamtimporte aus Russland führen. Dies ist ein großes Feld der Unsicherheit und hätte historische Dimensionen. Selbst in den heißesten Zeiten des Kalten Krieges hatte die ehemalige Sowjetunion ihre vertraglichen Energielieferungen stets erfüllt.

Betrachtet man die sektoralen Handelsbeziehungen, so ist die direkte Abhängigkeit von den Ausfuhren nach Russland relativ gering. Von allen Industriebranchen ist der Maschinenbau am stärksten im Handel mit Russland engagiert. 3% aller deutschen Maschinenexporte gingen im Jahr 2021 nach Russland. Im Jahr 2012 lag der Anteil noch bei 5,1%. Damals war Russland der viergrößte Exportmarkt für den deutschen Maschinenbau. Im Jahr 2021 liegt das Land nur noch auf Platz 10 und wird weiter an Boden verlieren.

Letztlich sind höhere Energiepreise und mögliche physische Engpässe in der Energie- oder Metallversorgung die weitaus größere wirtschaftliche Belastung für das deutsche Verarbeitende Gewerbe im Vergleich zu den Exportverlusten nach Russland.

Historische Lücke zwischen Aufträgen und Inlandsproduktion

Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland ist 2021 real um 4,2% gestiegen. Damit sind die Verluste von 2020 (-9,6%) und 2019 (-4,2%) bei Weitem nicht aufgeholt. Die Produktionstätigkeit wird nach wie vor durch Unterbrechungen der Lieferketten und Engpässe bei Vorleistungsgütern beeinträchtigt, die sich auf alle Industriebranchen ausgewirkt haben. Gleichzeitig hat sich die Nachfrage in den ersten drei Quartalen 2021 von dem Corona-Schock erholt. Trotz eines Rückschlags im 4. Quartal übertrafen die Gesamtaufträge das Vorkrisenniveau vom Februar 2020 um 6,5%. Im Gegensatz dazu war die Produktion im 4. Quartal um 7% niedriger als im Februar 2020. Damit war die Dis-

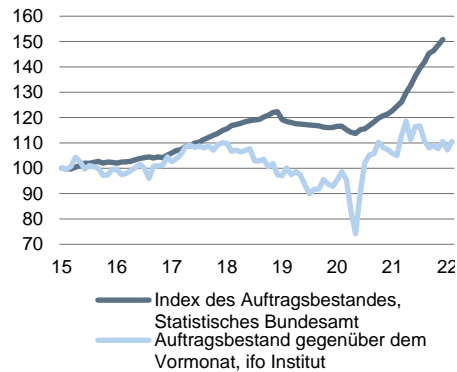


Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Auftragsbestand wächst

6

Verarbeitendes Gewerbe in Deutschland,
Jan. 2015=100



Quellen: ifo Institut, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

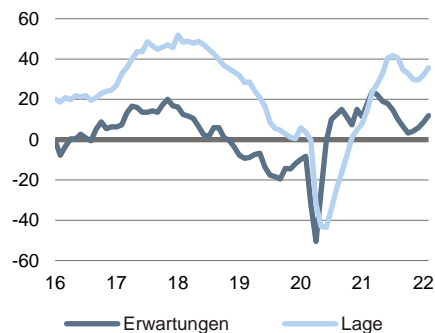
krepanz zwischen den Aufträgen im Verarbeitenden Gewerbe und der inländischen Produktion seit der Wiedervereinigung noch nie so groß wie in den letzten 1 ½ Jahren.

Angesichts der Störungen auf der Angebotsseite und der steigenden Nachfrage hat der Auftragsbestand in den letzten Monaten ein neues Rekordhoch nach dem anderen erreicht. Dieser Nachfrageüberhang wird die Produktionstätigkeit stützen, sobald die Störungen der Lieferkette nachlassen. Eine schnelle und umfassende Entspannung über alle Industriesektoren hinweg erwarten wir jedoch nicht. Viele Vorleistungsgüter werden auch im ersten Halbjahr 2022 knapp bleiben, nicht zuletzt aufgrund des Krieges in der Ukraine, der zu weiteren Unterbrechungen der Handelsströme führt, z. B. bei Lieferungen von China nach Europa über die „Neue Seidenstraße“. In einigen Fällen (z.B. bei Halbleitern) könnten die Engpässe sogar noch länger andauern. Jüngste ifo-Erhebungen zeigen zudem, dass das Schlimmste in Bezug auf Lieferengpässe möglicherweise noch nicht überstanden ist. Im Februar 2022 stieg der Anteil der Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes, die unter Engpässen bei Vorleistungsgütern leiden, auf 74,6%, nach 67,3% im Januar. Dies ist im historischen Vergleich ein sehr hohes Niveau, auch wenn die Zahl unter dem Höchststand liegt, der im Dezember 2021 mit 81,9% erreicht wurde. Ein positives Zeichen ist, dass die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe zu Beginn des Q1 2022 leicht gestiegen ist.

Positives Geschäftsklima – vor dem Krieg in der Ukraine

7

Verarbeitendes Gewerbe, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



Quelle: ifo Institut

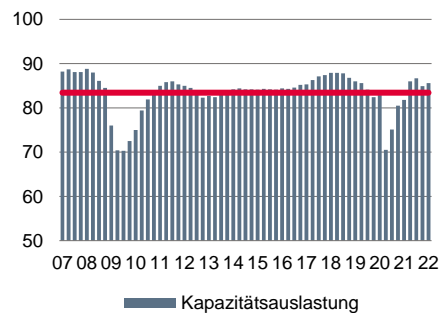
Gedämpfte Erholung in H1 – stärkere Dynamik in H2

Wir gehen davon aus, dass die Erholung der Industrieproduktion in H1 2022 sehr gedämpft bleiben wird. Die Probleme mit Materialengpässen werden durch vorübergehende Störungen der Arbeitskräfte in den Unternehmen aufgrund von Quarantäneverpflichtungen für Mitarbeiter mit einer COVID-19-Infektion und möglicherweise durch Lieferprobleme aufgrund der Sanktionen gegen Russland noch verschärft werden. Ab dem 3. Quartal dürfte die Dynamik aufgrund der nachlassenden Lieferengpässe und des hohen Nachholbedarfs stärker sein. Voraussetzung dafür ist eine Deeskalation in der Ukraine.

Kapazitätsauslastung in Q1 wieder leicht gestiegen

8

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, %



Quelle: ifo Institut

Insgesamt erwarten wir für das Jahr 2022 einen Anstieg der Produktion des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland um etwa 3% (Prognose von 5% gesenkt). Für 2023 zeichnet sich ein Anstieg der Inlandsproduktion um 7% ab. Dieser basiert zu einem großen Teil auf dem statistischen Überhang Ende 2022. Da die Auftragseingänge, die im Verlauf von 2022 gezeichnet werden, zu den aktuellen Auftragsbeständen hinzukommen und die Lieferengpässe teilweise bestehen bleiben, könnte der statistische Auftragsbestand während des gesamten Jahres 2022 hoch bleiben. Dies würde die Produktion bis weit in das Jahr 2023 hinein stützen. Auch höhere öffentliche Ausgaben in den Bereichen Verteidigung und Infrastruktur (alternative Energieversorgung und Klimaschutz, Digitalisierung) dürften dem Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland Impulse verleihen.

Jüngste Stimmungsindikatoren wie das ifo-Geschäftsklima zeigen, dass das Verarbeitende Gewerbe optimistischer geworden sei. Sowohl die Beurteilung der aktuellen Lage als auch die Geschäftserwartungen sind im Februar gestiegen. Die Exporterwartungen stabilisierten sich im positiven Bereich. Allerdings erfolgten die jüngsten ifo-Umfragen noch vor der Invasion Russlands in die Ukraine. Daher ist im März mit einem deutlichen Rückschlag des Geschäftsklimas zu rechnen.

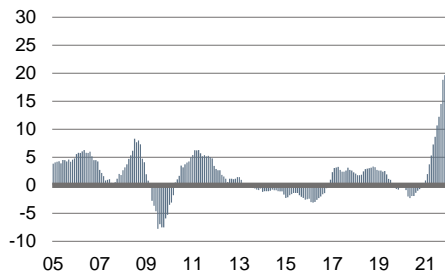


Höhere Kosten, höhere Erzeugerpreise - Nettobilanz für Margen unklar

Hohe Dynamik bei Erzeugerpreisen

9

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



Quelle: Statistisches Bundesamt

Aufgrund der steigenden Nachfrage und der weltweiten Störungen der Lieferketten war das Jahr 2021 durch steigende Import- und Erzeugerpreise gekennzeichnet. Die Importpreise stiegen im Durchschnitt um 13,5%, die Erzeugerpreise um 10,5%. Dies waren die höchsten jährlichen Wachstumsraten seit Jahrzehnten, wobei die Preise für Energie und typische Vorleistungsgüter wie Metalle, Holz oder Papier die Haupttreiber waren. Sowohl die Import- als auch die Erzeugerpreise werden zumindest im ersten Halbjahr 2022 weiterhin hohe Wachstumsraten im Jahresvergleich aufweisen. Die jüngste ifo-Umfrage zur künftigen Preisentwicklung zeigt einen Rekordanteil von 55,8% der Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes, die in den nächsten drei Monaten Preiserhöhungen planen.

Der Anstieg der Erzeugerpreise zeigt, dass die Unternehmen bisher in der Lage waren, die höheren Kosten zumindest teilweise an ihre Kunden weiterzugeben. Der Anstieg der Verbraucherpreise lag unter dem Anstieg der Import- und Erzeugerpreise. Allerdings haben die Preise für einige Konsumgüter zuletzt deutlich angezogen. Dies gilt insbesondere für Strom und Gas für Endverbraucher, da diese Preise in der Regel mit einer gewissen Zeitverzögerung auf höhere Weltmarkt- oder Großhandelspreise reagieren (Jahresverträge zwischen Versorgungsunternehmen und privaten Haushalten und vielen gewerblichen Kunden).

Wie sich steigende Kosten auf der einen Seite und höhere Erzeugerpreise auf der anderen Seite auf die Gewinnspannen der Unternehmen auswirken, hängt von der spezifischen Markt- und Preissetzungsmacht in den verschiedenen Sektoren ab. Während die deutschen Automobilhersteller, die sich auf die Produktion margenstarker Fahrzeuge konzentrieren und auf der Kostenseite von der Kurzarbeiterregel profitieren, 2021 in der Lage waren, recht zufriedenstellende Ergebnisse zu erwirtschaften (trotz rückläufiger inländischer Automobilproduktion und rückläufiger Pkw-Neuzulassungen), hatten einige Automobilzulieferer größere Probleme mit ihren finanziellen Ergebnissen. Wir sehen auch, dass die kleinen und mittleren energieintensiven Unternehmen ihre Klagen über höhere Energiekosten verschärfen. Dieses Thema wird uns auch im kommenden Jahrzehnt begleiten.

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



Energiepolitik: Eine Ära der Energieknappheit vermeiden

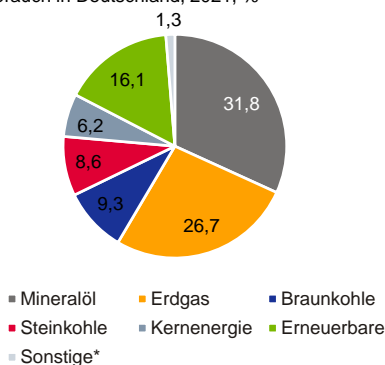
- Der größte Teil des Energieverbrauchs in Deutschland basiert immer noch auf fossilen Energieträgern. Zudem ist Russland der mit Abstand wichtigste Energielieferant für Deutschland. Die Bundesregierung hat sich zum Ziel gesetzt, beide Abhängigkeiten zu verringern. Sie setzt auf einen schnelleren Ausbau der erneuerbaren Energien, mehr Flüssiggas (LNG) und eine stärkere Diversifizierung der Gasimporte, längere Laufzeiten für Kohle- (und vielleicht auch Kern-) Kraftwerke, mehr Energieeffizienz und andere Maßnahmen.
- Alle Initiativen auf der Angebots- und Nachfrageseite zielen darauf ab, eine Ära der physischen Energieknappheit in Deutschland zu vermeiden, was eine wirtschaftliche und soziale Katastrophe wäre. Viele dieser Maßnahmen bedürfen jedoch eines umstrittenen Ordnungsrechts (z.B. Quoten für erneuerbare Energien oder Effizienzstandards im Wohnungsmarkt) oder einer öffentlichen Förderung (direkte Subventionen, Steuerabschreibungen, CO₂-Differenzverträge, Preisgarantien usw.). Die geplanten und angestrebten Veränderungen in der Energieversorgung und im Energieverbrauch werden also höhere Staatsausgaben erfordern und die öffentlichen Haushalte und – zumindest zu einem gewissen Grad – die Wirtschaftstätigkeit in den kommenden Jahren belasten. Die Energiewende könnte einem Realitätscheck unterzogen werden, was Engpässe auf der Angebotsseite, finanzielle Belastbarkeit, das verfügbare Zeitbudget sowie die politische und gesellschaftliche Machbarkeit betrifft.

Deutschland abhängig von fossilen Energieträgern und Energieimporten aus Russland

Öl bleibt wichtigster Energieträger

1

Anteil einzelner Energieträger am Primärenergieverbrauch in Deutschland, 2021, %



* Abzüglich Stromaustauschsaldo

Quelle: AG Energiebilanzen

Der Krieg Russlands gegen die Ukraine könnte zu einer historischen Wende in der Energieversorgung Deutschlands führen. Zwei politische Ziele könnten miteinander verbunden werden: Die Verringerung der Abhängigkeit von fossilen Energieträgern (Klimaschutz) und die Reduktion der Abhängigkeit von Energieimporten aus Russland. Dass dies keine leichte Aufgabe sein wird, zeigen die folgenden Zahlen:

- Im Jahr 2021 basierten 76,4% des Primärenergiebedarfs in Deutschland auf fossilen Energieträgern, wobei Erdöl (31,8%) vor Erdgas (26,7%) liegt.
- Flüssige Kraftstoffe auf Mineralölbasis (Benzin und Diesel für die Mobilität, Heizöl) und Erdgas (Heizung, industrielle Prozesse) hatten 2020 einen Anteil von 60% am gesamten Endenergieverbrauch in Deutschland.
- Bei der Stromerzeugung sind Erdgas (Anteil 2021: 15,2%) und Steinkohle (9,3%) weiterhin wichtige Energieträger. Erdgas soll die Lücke überbrücken, bis die erneuerbaren Energien die Hauptlast der deutschen Energieversorgung tragen können. Mit einer weiteren Elektrifizierung der Wirtschaft wird der jährliche Strom- und Gasbedarf in Deutschland steigen. Zudem dürfte die Spitzenlast in den Wintermonaten steigen, wenn mehr Häuser mit Elektrowärmepumpen ausgestattet werden, mehr Industrieprozesse elektrifiziert werden und mehr Elektroautos auf den Straßen unterwegs sind. Die Ampelkoalition erkennt an, dass neue Gaskraftwerke notwendig sind, die auch mit Wasserstoff betrieben werden können. Unsere Kollegen vom Aktien-Research schätzen, dass bis 2030 mindestens 25 GW neue Gaskraftwerkskapazität notwendig sind (Bestand 2020: rd. 30 GW).

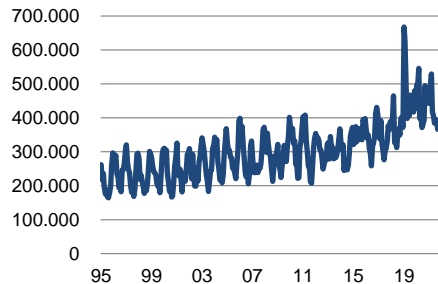


Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Mehr Gasimporte

2

Deutsche Gasimporte, Terajoule



Quelle: BAFA

- Nahezu 50% des derzeitigen Wohnungsbestands in Deutschland werden mit Erdgas beheizt. Angesichts der Langlebigkeit der Gebäude, des Fachkräftemangels (Handwerk), der technischen Hürden bei älteren Häusern und der finanziellen Limits der Hausbesitzer ist eine schnelle Umstellung von Erdgas auf alternative Heizquellen (elektrische Wärmepumpen) unwahrscheinlich.
- Deutschland importiert mehr als 50% seines Erdgases, etwa ein Drittel seines Mineralöls (2020) und 57% seiner Steinkohle (2021) aus Russland. Für den russischen Anteil an den deutschen Gasimporten liegen unterschiedliche Zahlen vor, aber „mehr als 50%“ gilt als sicher. Insgesamt ist Russland der mit Abstand wichtigste Energielieferant für Deutschland.

Mehr erneuerbare Energien, mehr LNG, mehr Diversifizierung der Gasimporte, längere Laufzeiten für Kohle- (und Kern-?) Kraftwerke und mehr Energieeffizienz

Teures Importgas

3

Grenzübergangspreis für Erdgas, DE, Euro pro Terajoule*



* Ohne Erdgassteuer

Quelle: BAFA

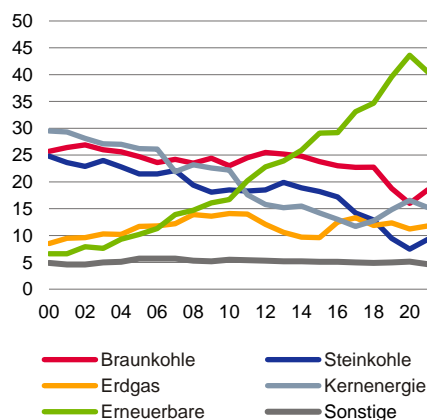
Die Bundesregierung setzt auf verschiedene Maßnahmen, um die oben genannten Ziele zu erreichen.

- Im Stromsektor soll der Anteil der erneuerbaren Energien im Jahr 2035 100% erreichen (80% im Jahr 2030). Zum Vergleich: Alle erneuerbaren Energien zusammen hatten im Jahr 2021 einen Anteil an der Bruttostromerzeugung von 40,5%, wobei die Windkraft (On- und Offshore) mit 20% die wichtigste Quelle war. Um dieses Ziel zu erreichen, ist ein massiver Ausbau der installierten Kapazität erforderlich: mehr als 100 GW Onshore-Windkraft bis 2030 (2020: 54 GW), 30 GW Offshore-Windkraft bis 2030 (2020: rund 8 GW) und mehr als 200 GW Solar-PV (2020: 54 GW). Die Botschaft ist klar: Die erneuerbaren Energien sollen massiv ausgebaut werden. Diesem Ziel stehen jedoch viele Hürden im Weg. Dazu zählen Kapazitäts- und Fachkräftemangel im Handwerk, im Baugewerbe und bei den Investitionsgüterherstellern, finanzielle Ressourcen als limitierender Faktor, der Zeitbedarf für Planungs- und Genehmigungsverfahren oder lokale Widerstände z.B. gegen Windparks.

Erster Rückgang für Erneuerbare

4

Anteil einzelner Energieträger an der Bruttostromerzeugung in Deutschland, %



Quelle: AG Energiebilanzen

- Die Regierung will auch in die nationale LNG-Infrastruktur investieren und plant den Bau von zwei LNG-Terminals an Deutschlands Küste. Da Deutschland derzeit den größten Teil seines Erdgases über Pipelines bezieht (aus Russland, den Niederlanden oder Norwegen), ist LNG für Deutschland noch nicht von großer Bedeutung. LNG hat jedoch sowohl in Europa als auch weltweit an Bedeutung gewonnen und könnte sich zur am schnellsten wachsenden Energiequelle nach den erneuerbaren Energien entwickeln. Nach Angaben von BP machte LNG im Jahr 2020 etwa 35% der gesamten europäischen Gasimporte aus. Ein Ausbau der LNG-Infrastruktur in Deutschland und anderen EU-Ländern könnte auch zu einer Diversifizierung der Versorgung führen und würde die Gasimporte aus anderen Ländern als Russland stärken. Dieser Prozess wird natürlich einige Zeit in Anspruch nehmen, aber LNG wird an Bedeutung gewinnen. So waren die LNG-Exporte der USA im Jahr 2020 mehr als 60-mal höher als 2015. Die gesamten LNG-Exporte der USA entsprechen bereits etwa 25% der gesamten russischen Gasexporte. Länder mit reichen Gasreserven werden in die Infrastruktur für den LNG-Export investieren, da Gas im Energiesektor Kohle ersetzen kann. Weltweit wird die Nachfrage nach LNG wahrscheinlich schneller wachsen als das Angebot.
- Die Bundesregierung will ein Gesetz einführen, das zu Beginn des Winters höhere Füllstände der nationalen Gasspeicherkapazitäten festlegt. Deutschland verfügt über Gasspeicherkapazitäten von rund 24 Mrd. m³. Dies ent-

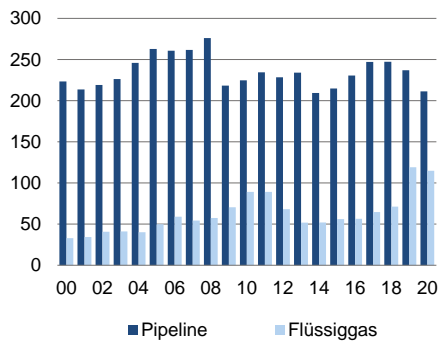


Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Flüssiggas holt auf

5

Europäische Gasimporte, Mrd. m³



Quelle: BP

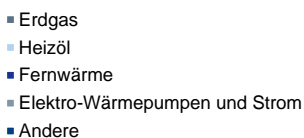
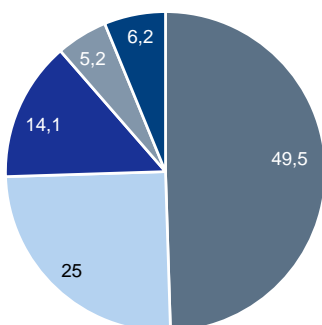
spricht etwa 950 Petajoule Gasspeicherkapazität oder 25 bis 30% des gesamten jährlichen Erdgasverbrauchs. Deutschland könnte also mit seinen Speicherkapazitäten die Gasversorgung für einige Monate sicherstellen, wenn sie vollständig gefüllt wären. Allerdings waren die Speicherkapazitäten zu Beginn der Heizperiode 2021/22 leerer als üblich und befinden sich noch immer auf einem niedrigen Niveau.

— Die Politik diskutiert bereits über längere Laufzeiten für Kohlekraftwerke. Das zeigt, dass die Versorgungssicherheit im Zweifel Vorrang hat, auch wenn die Regierung sehr ambitionierte Klimaziele verfolgt. Laut Koalitionsvertrag soll der Ausstieg aus der Kohle im Stromsektor idealerweise bis 2030 erfolgen. Während dieses Ziel im Falle eines Ausbaus von Gaskraftwerken bis dahin weiterhin nicht unrealistisch ist, dürfte eine vorzeitige Abschaltung von Kohlekraftwerken kurzfristig vom Tisch sein. Bei der Steinkohle ist Deutschland vollständig von Importen abhängig (mit Russland als wichtigstem Importeur). Braunkohle hingegen ist ein reiner heimischer Energieträger im Stromsektor und dient der Stromerzeugung im Grundlastbereich. Ein großer Nachteil der Braunkohle liegt aber in den hohen CO₂-Emissionen pro kWh. Es gibt auch eine Diskussion, ob die letzten drei verbliebenen Kernkraftwerke länger in Betrieb bleiben sollen. Die jeweiligen Betreiber dieser Kraftwerke hatten zunächst signalisiert, dass eine Verlängerung der Laufzeiten für sie keine Option ist. Ihre Planungen sind auf einen endgültigen Ausstieg Ende 2022 ausgerichtet (u.a. Bestellung von Kernbrennstäben, Instandhaltungsmaßnahmen, Personal etc.) Inzwischen haben sich die Betreiber aber Gesprächsbereit zu diesem Thema gezeigt. Letztlich können nur sie die Frage beantworten, inwieweit sie in der Lage sind, den Kurs kurzfristig zu ändern. Die Kernenergie liefert ebenfalls Grundlaststrom. Im Jahr 2021 erzeugten die damals noch sechs Kernkraftwerke 41% mehr Strom als die gesamte installierte Kapazität an Fotovoltaik in Deutschland zusammen. Letztlich zeigt die Diskussion um Kohle und Kernenergie die historische Dimension der aktuellen Energiekrise. Sie ist ein Beispiel dafür, dass es „keine Tabus“ gibt, wie Wirtschaftsminister Habeck (Grüne) angesichts der Krise sagte.

Erdgas führend im Wärmemarkt

6

Anteil der Heizsysteme und Energieträger am Wohngebäudebestand, DE, 2020, %



Quelle: BDEW

Zusätzlich zu diesen Maßnahmen wird die Regierung weitere Initiativen unterstützen, die darauf abzielen, den Gesamtenergie- und speziell den Gasverbrauch zu senken. Dazu gehören eine schnellere Umstellung auf erneuerbare Energien im Wohnungsmarkt (65% Anteil für neue Heizungsanlagen ab 2025, keine Heizungsanlagen auf fossiler Basis in Neubauten), ehrgeizigere Energieeffizienzstandards für Gebäude oder ein geringerer Einsatz von Erdgas für die Fernwärmeerzeugung. Alle Maßnahmen auf dem Wohnungsmarkt sind politisch hochsensibel. Es gibt auch Pläne für Steuerabschreibungen für Investitionen in die Energieeffizienz von Industrieprozessen oder Investitionen in die (grüne) Wasserstoffinfrastruktur sowie die Infrastruktur für den Import von Ammoniak.

Anhaltende Energieknappheit wäre eine wirtschaftliche und soziale Katastrophe

Alle Initiativen auf der Angebots- und Nachfrageseite zielen darauf ab, eine Ära der physischen Energieknappheit in Deutschland zu vermeiden, die eine wirtschaftliche und soziale Katastrophe für das Land wäre. Viele dieser Maßnahmen bedürfen jedoch umstrittener ordnungsrechtlicher Maßnahmen (z.B. Quoten für erneuerbare Energien oder Effizienzstandards im Wohnungsmarkt) oder einer Form der staatlichen Förderung (direkte Subventionen, Steuerabschreibungen, CO₂-Differenzverträge, Preisgarantien etc.) So werden die geplanten Veränderungen in der Energieversorgung die öffentlichen Haushalte und die Wirtschaftstätigkeit in den kommenden Jahren belasten, da nicht alle Kostensteigerungen und Investitionserfordernisse vollständig vom Staat subventioniert



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

werden können. Die Energiewende könnte einem Realitätscheck unterzogen werden, was Engpässe auf der Angebotsseite, finanzielle Belastbarkeit, das verfügbare Zeitbudget sowie die politische und gesellschaftliche Machbarkeit betrifft.

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

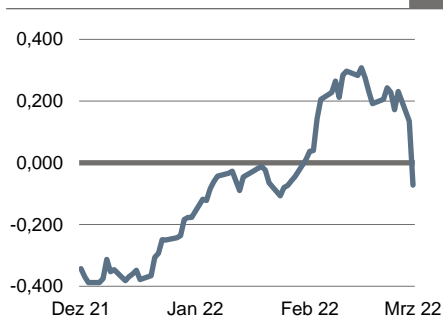


Immobilienmarkt: Zyklusende trotz positivem Nachfrageimpuls für Wohnungsmarkt

- Temporär niedrigeres Zinsniveau und Flucht in Sicherheit dürften Nachfrage nach Immobilien erhöhen.
- Die vermutlich rund 1 Mio. Flüchtlinge könnten Wohnungsnachfrage ankurbeln. Allerdings dürfte die Verteilung der Flüchtlinge zum Großteil in Gebiete mit relativ hohen Leerständen erfolgen. Daher dürfte dort der Einfluss auf Mieten und Preise eher gering sein.
- Wir gehen weiterhin davon aus, dass der Preiszyklus im Wohnungsmarkt trotz dieses positiven Nachfrageimpulses in den nächsten Jahren enden wird.
- Eine schnelle Aufnahme der Flüchtlinge im erwerbsfähigen Alter in den Arbeitsmarkt dürfte die Büroflächennachfrage leicht erhöhen. Der Einfluss auf die anderen Gewerbeimmobilienmärkte sollte dagegen relativ gering ausfallen.

Immobilienmarkt: Temporär höhere Nachfrage durch Zinsrückgang und Flucht in Sicherheit

Dez 2021 - März 2022: Renditen der 10-jährigen Bundesanleihen



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Der Krieg in der Ukraine hat vielfältige Auswirkungen auf den deutschen Immobilienmarkt. Aktuell dürften die wieder rückläufigen Bundrenditen die Nachfrage nach Immobilien ankurbeln. Ebenso dürften viele Investoren aufgrund der hohen wirtschaftlichen Unsicherheit Immobilieninvestitionen als attraktiv betrachten. Vor dem Hintergrund eines weiteren Globalisierungsschocks nach dem COVID-Schock von vor zwei Jahren könnten viele Exportgeschäfte überdacht oder zumindest adjustiert werden. So verdeutlicht der jüngste Abverkauf am Aktienmarkt die hohen kurzfristigen Risiken von Unternehmensbeteiligungen im Vergleich zu vielen Teilmärkten des Immobilienmarkts, die typischerweise eine geringe Volatilität aufweisen. Viele Immobilieninvestoren insbesondere im Wohnungsmarkt dürften aktuell ihre relativ sicheren und stabilen Mieterträge zu schätzen wissen.

Wohnungsmarkt: Leerstand in infrastrukturschwachen Regionen könnte sinken, etwas höherer Preis- und Mietdruck in Metropolen

Coronabedingt war die Zuwanderung nach Deutschland in den letzten beiden Jahren niedrig, sodass die Einwohnerzahl bei 83,2 Mio. stagnierte. Deutschland könnte wohl rund 1 Mio. ukrainische Flüchtlinge aufnehmen. Dies würde die Nachfrage nach Wohnraum kräftig erhöhen. Die zusätzliche Nachfrage dürfte aufgrund bestehender Netzwerke von in Deutschland lebenden Ukrainern teilweise auf Metropolen und Ballungsgebiete entfallen. Angesichts des knappen Wohnraums dort dürfte der Druck auf Preise und teilweise auch auf Mieten weiter zunehmen. Ein Großteil der zusätzlichen Nachfrage dürfte zumindest anfänglich auf infrastrukturschwache Regionen entfallen. Deutschland hat rund 2 Mio. leerstehende Wohnungen, sodass die zusätzliche Nachfrage dort ohne große Wirkung auf Preise und Mieten absorbiert werden kann.

Diese zusätzliche Nachfrage ändert nicht unsere strukturelle Einschätzung. Wir erwarten weiterhin ein Ende des Preiszyklus innerhalb der nächsten Jahre. Aufgrund der regen Bauaktivität dürfte die fundamentale Angebotsknappheit in vielen Städten weiter abgebaut werden. Zudem erwarten wir auch aus Bewertungssicht ein Ende des Preiszyklus. Darauf haben wir bereits im März 2021 auch ohne Zinserhöhungen hingewiesen. Die aktuell hohen Inflationsraten von

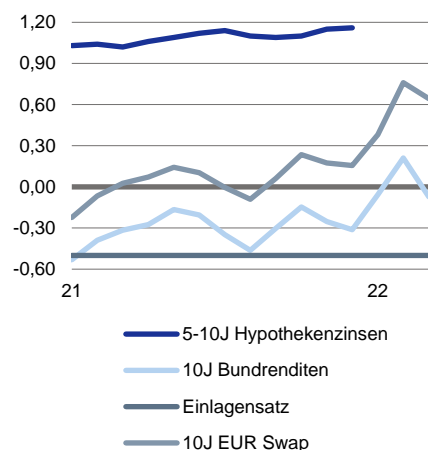


Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Jan 2021 - Mär 2022: Zinsumfeld

2

in %, Monatsdurchschnitte



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

rund 5% sprechen für deutlich höhere Bundrenditen. Zudem dürften sich die Hypothekenzinsen durch die von der Bafin avisierte Einführung eines antizyklischen Kapitalpuffers von 0,75% der risikogewichteten Aktiva und eines sektoralen Systemrisikopuffers von 2,0% der risikogewichteten Aktiva auf mit Wohnimmobilien besicherte Kredite verteuern. Ein höheres Zinsniveau dürfte das Preiswachstum bremsen und schließlich zum Zyklusende beitragen. Zu guter Letzt kommen auf die Investoren weitere Belastungen durch die Klimapolitik hinzu. Im Koalitionsvertrag der Ampelkoalition wurde beschlossen, dass ab 1. Januar 2025 jede neue Heizung auf der Basis von 65% erneuerbaren Energien betrieben werden muss. Zudem soll ab 1. Januar 2024 bei Aus-, Um- und Anbauten der Effizienzhausstandard 70 erfüllt sein, was Investitionen tendenziell weiter verteuert. Des Weiteren müssen Vermieter ab 1. Juni 2022 den CO₂-Preis auf Heizkosten wohl teilweise mittragen. Diese drei Entwicklungen, geringere Angebotsknappheit, weniger attraktive Bewertungen und regulatorisches Umfeld, implizieren unseres Erachtens ein baldiges Ende des Preiszyklus.

Gewerbeimmobilienmarkt: Positiver Impuls für Büromärkte

Wir erwarten angesichts der vielen offenen Stellen eine relativ schnelle Aufnahme der erwerbsfähigen Flüchtlinge in den Arbeitsmarkt. Das Erwerbspersonenpotenzial könnte durch die Flüchtlingswelle um rund 250.000 Personen zulegen. Basierend auf dem aktuellen Verhältnis von Bürobeschäftigten zu allen Beschäftigten in Deutschland, das in etwa bei 1 zu 3 liegt, wären darunter rund 80.000 Bürobeschäftigte. Bei einem Flächenverbrauch von 23 Quadratmetern pro Person würde die Büroflächennachfrage damit um rund 1,8 Mio. Quadratmeter oder rund 0,5% relativ zum aktuellen bundesweiten Büroflächenverbrauch zunehmen. Die zusätzliche Nachfrage könnte daher einen kleinen Beitrag leisten, den Homeoffice-Schock besser zu verarbeiten. Der Einfluss auf die anderen Gewerbeimmobilienmärkte dürfte dagegen sehr gering ausfallen.

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



Staatsfinanzen: Ampel hat riesige Spielräume mobilisiert, aber neuer Ausgabendruck entsteht

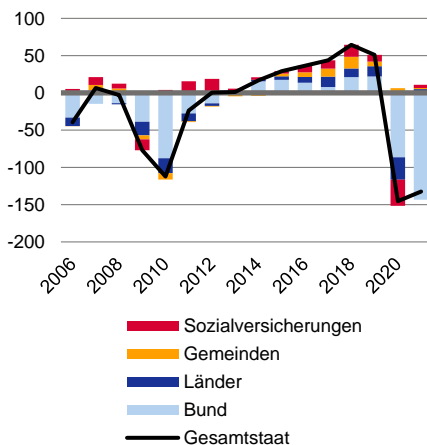
- Um enorme zusätzliche Finanzspielräume zu mobilisieren, hat die neue Regierung die Schuldenbremse weit ausgelegt. Konkret hat sie nicht in Anspruch genommene (pandemiebedingte) Notkreditermächtigungen in Höhe von EUR 60 Mrd. in den außerbudgetären „Energie- und Klimafonds“ verschoben sowie die Abrechnungsverfahren der Schuldenregel rückwirkend so geändert, dass die künftige Inanspruchnahme vergangener „überhöhter“ pandemiebedingter Kreditermächtigungen nicht mehr als Nettokreditaufnahme des Bundes im Sinne der Schuldenbremse gezählt wird.
- Neben den bereits bekannten Ausgabenplänen der neuen Regierung (für Digitalisierung, Dekarbonisierung und Soziales) entsteht derzeit zusätzlicher Ausgabendruck durch die Pläne der Bundesregierung, a) die steigenden sozioökonomischen Kosten des energiepreisbedingten Verbraucherpreisanstiegs abzumildern, b) die Militärausgaben auf über 2% des BIP zu erhöhen oder c) der Ukraine humanitäre Hilfe zu leisten sowie ukrainischen Flüchtlingen zu helfen und sie zu unterstützen.
- Obwohl die weiteren wirtschaftlichen und finanziellen Auswirkungen des russischen Angriffskrieges in der Ukraine auf die deutsche Volkswirtschaft und den Staatshaushalt nur schwer abgeschätzt werden können, ist es plausibel anzunehmen, dass sich das deutsche Maastricht-Defizit im Jahr 2022 wieder erhöhen könnte – möglicherweise auf deutlich über 4% des BIP (2021: 3,7% des BIP). Zum jetzigen Zeitpunkt – und angesichts der Tatsache, dass der überarbeitete Haushaltsentwurf für 2022 noch aussteht – sollte die obige Zahl daher nur als grober Orientierungswert bzw. als indikative Größenordnung verstanden werden.

Haushaltsvollzug 2021: Massive Ausgaben haben dem Staatshaushalt einen weiteren Schlag versetzt ...

Der Staatshaushalt wies abermals ein deutliches Defizit in 2021 aus

1

Finanzierungssaldo nach Staatsebene (VGR), EUR Mrd.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Im Jahr 2021 waren die öffentlichen Finanzen erneut stark von den negativen wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie betroffen, da sich das BIP weit weniger stark erholte als ursprünglich erwartet – vor allem wegen der hartnäckigen Lieferkettenprobleme in der deutschen Industrie – und weil die Delta/Omikron-Infektionswellen weiterhin umfangreiche (und insgesamt steigende) fiskalische Unterstützungsmaßnahmen für Arbeitnehmer und Unternehmen erforderten. Dennoch wies der deutsche Gesamtstaat – bestehend aus Bund, Ländern und Gemeinden sowie den Sozialversicherungsträgern (d.h. Renten-, Kranken-, Pflege- und Arbeitslosenversicherung) – nach der zweiten Schätzung des Statistischen Bundesamtes (Stand: 25. Februar 2022) ein konsolidiertes Finanzierungsdefizit von EUR 132,5 Mrd. oder 3,7% des BIP auf (siehe Grafik). Das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit im Jahr 2021 war das drittgrößte seit der deutschen Wiedervereinigung und wurde nur von den Finanzierungsdefiziten der Jahre 2020 (EUR 145,3 Mrd.; 4,3% des BIP) sowie 1995 (EUR 178,7 Mrd.; 9,4% des BIP) übertroffen (damals wurden die Finanzschulden der Treuhandgesellschaft in der VGR in den Staatssektor integriert). Während die öffentlichen Ausgaben 2021 weiter anstiegen (+7,4% nach +9,6% im Jahr 2020; Anstieg auf 51,5% von zuvor 50,8% des BIP), verhinderte die deutliche Erholung bei den Staatseinnahmen – das Vor-Pandemie-Niveau von 2019 wurde übertroffen – ein noch größeres Haushaltsdefizit (+8,9% nach -2,9% im Jahr 2020; Anstieg auf ein Rekordhoch von 42,2% von zuvor 41,0% des BIP) (siehe Grafik). Der ausgeprägte Aufschwung bei den Einnahmen wurde durch stark steigende Steuereinnahmen (+12,9% nach -6,5% im Jahr 2020) begünstigt, die im letzten Jahr das Vorkrisenniveau deutlich übertrafen. In absoluten Zahlen übertrafen



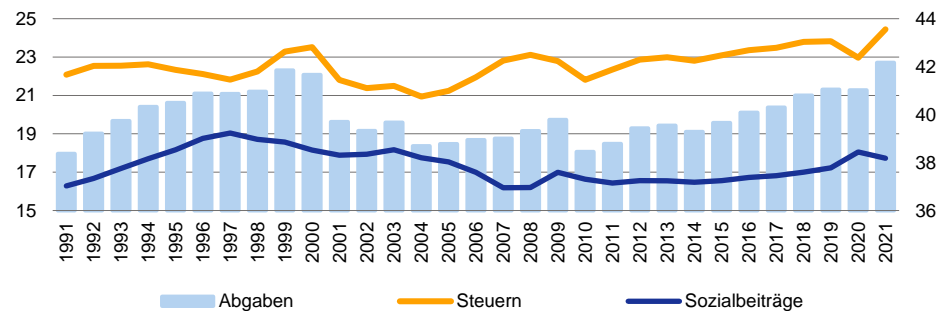
Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

die Steuereinnahmen des Staates das Vor-Pandemie-Niveau von 2019 um beträchtliche 5 ½%. Auch relativ gesehen kletterten die staatlichen Steuereinnahmen auf ein neues Allzeithoch von 24,4% des BIP (2019: 23,8% des BIP) (siehe Grafik).

Die Steuer- und Abgabenquoten sind auf neue Rekordstände gestiegen

2

% BIP (Gesamtstaat nach VGR)



Abgaben: Steuern und Sozialbeiträge

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

... wobei der Bundeshaushalt die fiskalischen Hauptlasten der Krise zu tragen hatte

Im Jahr 2021 wurde das riesige Staatsdefizit ausschließlich vom Bund verursacht, dessen Finanzlücke sich drastisch auf EUR 143,4 Mrd. oder 4,0% des BIP vergrößerte (2020: EUR 86,4 Mrd. oder 2,6% des BIP) (siehe Gr). Diese gravierende Verschlechterung der Bundesfinanzen ist darauf zurückzuführen, dass der Löwenanteil der öffentlichen Pandemiebekämpfungsmaßnahmen – einschließlich massiver nicht rückzahlbarer Subventionen an betroffene Unternehmen oder die finanziell angeschlagenen Sozialversicherungen – entweder direkt oder indirekt über den Bundeshaushalt gestemmt wurde.²¹ Im Gegensatz zum Bund hat sich die Finanzlage der Länder, der Gemeinden und der Sozialversicherungsträger im Jahr 2021 spürbar verbessert (d.h. alle staatlichen Ebenen wiesen Haushaltsüberschüsse auf). Bei den Sozialversicherungsträgern täuscht die spürbare Haushaltsverbesserung (in konsolidierter Betrachtung) – ausgehend von einem hohen Defizit von EUR 35 Mrd. (1,0% des BIP) im Jahr 2020 auf einen moderaten Überschuss von EUR 4,4 Mrd. (0,1% des BIP) im Jahr 2021 – jedoch auf dem ersten Blick darüber hinweg, dass sie im Wesentlichen nur durch einen weiteren drastischen Anstieg der Bundeszuschüsse bzw. zulasten des Bundeshaushaltes erreicht werden konnte.²² Auch die deutschen

²¹ Seit Pandemiebeginn hat die Bundesregierung nach Angaben des Bundesministeriums für Wirtschaft und Klimaschutz (Stand: 14. Januar 2022) für Unternehmen, Selbstständige und Arbeitnehmer finanzielle Unterstützungsleistungen in Höhe von fast EUR 170 Mrd. oder fast bis zu 5% des BIP gewährt. Während rund EUR 60 Mrd. dieser Hilfen aus nicht rückzahlbaren Finanzhilfen für Unternehmen/Selbstständige bestanden, entfielen rund EUR 55 Mrd. auf die Gewährung öffentlicher Darlehen. Darüber hinaus wurden über die Bundesagentur für Arbeit mehr als EUR 42 Mrd. an staatlichen Hilfen in Form von Kurzarbeitergeld (einschließlich der Erstattung von Sozialversicherungsbeiträgen) an betroffene Arbeitnehmer gezahlt.

²² Die Zuschüsse des Bundes an das Sozialversicherungssystem stiegen im Jahr 2021 um 38 Mrd. EUR (oder 1,1% des BIP). Maßgeblich dafür waren laut Deutscher Bundesbank deutlich höhere Zahlungen des Bundes an die Krankenversicherung sowie an die Bundesagentur für Arbeit (siehe auch Monatsbericht vom Februar 2022).



Gemeinden konnten nur aufgrund der weiterhin massiven finanziellen Unterstützung durch Bund und Länder insgesamt einen kleinen Finanzierungsüberschuss von EUR 1,4 Mrd. (2020: EUR 6,3 Mrd.) erzielen.

Die Ampelregierung hat sich durch eine weite Auslegung der Schuldenbremse enorme zusätzliche Finanzspielräume verschafft

Angesichts (a) großer struktureller Lücken im bestehenden Finanzplan (der Vorgängerregierung) und (b) offener Finanzierungsfragen (im Spannungsfeld zwischen dem Vorhaben der Regierung, die Schuldenbremse bis 2023 wieder einzuhalten, und dem Bekenntnis, auf höhere Steuern/Sozialausgaben zu verzichten und die öffentlichen Investitionsausgaben zu erhöhen) sollte dem überarbeiteten Haushaltsentwurf 2022, dem Eckwertebeschluss für 2023 sowie der aktualisierten mittelfristigen Finanzplanung (bis 2026) besondere Aufmerksamkeit geschenkt werden. Die aktualisierten Haushaltsplanungen der neuen Regierung, deren Bekanntgabe ursprünglich für den 9. März 2022 vorgesehen war, dürften sich aufgrund der aktuellen Ereignisse um eine Woche verzögern (der voraussichtlich neue Termin ist laut Nachrichtenmeldungen der 16. März).

Mit Blick auf die ersten finanzpolitischen Maßnahmen der neuen Ampelregierung (wie z.B. der Verabschiedung des zweiten Nachtragshaushalts für 2021) ist offensichtlich, dass ein erheblicher Teil der benötigten Finanzmittel für die kommenden Haushaltsjahre durch eine weite Auslegung der Regelungen zur Bundesschuldenbremse generiert werden soll. Entsprechend ihren Ankündigungen im Koalitionsvertrag hat die neue Regierung bereits nicht in Anspruch genommene (pandemiebedingte) Notkreditermächtigungen in Höhe von 60 Mrd. Euro (aus dem Haushalt 2021) in den außerbudgetären „Energie- und Klimafonds“ (EKF) umgeschichtet.²³ Darüber hinaus hat die Regierung rückwirkend die Abrechnungsverfahren der Schuldenregel dahingehend geändert, dass die künftige Inanspruchnahme vergangener „übermäßiger“ pandemiebedingter Kreditermächtigungen (d.h. in den Haushaltsjahren 2023 und später) nicht mehr als Nettokreditaufnahme des Bundes im Sinne der Schuldenbremse angerechnet wird.

Im Rahmen der Schuldenbremse hat die Änderung des Rechnungslegungsverfahrens damit auch eine rückwirkende Neuberechnung der bisherigen Haushaltsergebnisse für die strukturelle Nettokreditaufnahme für den Zeitraum 2016-20 erforderlich gemacht. Unter dem bisherigen Bilanzierungsregime führte die Zuführung von (kreditfinanzierten) Bundesüberweisungen in außerbudgetäre Vehikel bzw. Sondervermögen des Bundes (wie dem EKF) per se nicht zu einer Erhöhung der Nettokreditaufnahme des Bundes im Sinne der Schuldenbremse. Stattdessen wurden diese Bundestransfers erst bei der tatsächlichen Verausgabung auf der Ebene der außerbudgetären Sondervermögen auf die Kreditaufnahme des Bundes – bestehend aus dem Kernhaushalt und den relevanten Sondervermögen – angerechnet.²⁴ Nach den neuen Buchungsregeln wirken sich jedoch nunmehr bereits die ausgabenseitigen Transfers aus dem Kernhaushalt des Bundes – seien es tatsächliche Kassenmittel oder Kreditaufnahmeermächtigungen – und nicht erst die außerbudgetären Ausgaben der Sondervermögen auf die Nettokreditaufnahme im Sinne der Schuldenbremse aus (siehe auch [Monatsbericht Januar 2022](#) des Bundesfinanzministeriums).

Im Rahmen der Schuldenbremse hat die Bundesregierung offenbar mit dem obigen Schritt erhebliche zusätzliche Finanzspielräume in der Größenordnung

²³ Die Regierung strebt an, den EKF in einen „Klima- und Transformationsfonds“ (KTF) umzuwandeln, welcher die Transformation der Wirtschaft (Stichworte: Digitalisierung und Dekarbonisierung) mitfinanzieren soll (siehe auch [Monatsbericht Februar 2022](#) des Bundesfinanzministeriums).

²⁴ Aus diesem Grund stieg die Nettokreditaufnahme des Bundes im Sinne der Schuldenbremse üblicherweise erst zu einem späteren Zeitpunkt an.



von EUR 112 Mrd. (oder fast 3% des für 2022 prognostizierten BIP) mobilisiert, die zu einer allgemeinen Kreditreserve von EUR 48 Mrd. (1,3% des BIP) hinzukommen (vgl. die Berechnungen der Deutschen Bundesbank im Monatsbericht Februar 2022).²⁵ Obwohl die oben genannten fiskalischen Maßnahmen erheblich dazu beitragen könnten, die bestehenden strukturellen Haushaltslücken in den nächsten Jahren zu schließen (ohne unpopuläre Einnahmenerhöhungen und/oder Ausgabenkürzungen in anderen Bereichen vornehmen zu müssen), bergen sie nicht unerhebliche verfassungsrechtliche Risiken. Die CDU/CSU-Opposition hat deshalb bereits angekündigt, vor dem Bundesverfassungsgericht zu klagen.²⁶

Da diese Puffer möglicherweise immer noch nicht ausreichen, um die ehrgeizigen Ausgabenpläne im nächsten Jahrzehnt zu finanzieren, beabsichtigt die Regierung zudem, den Tilgungsplan für die „übermäßige“ Nettokreditaufnahme während der außerordentlichen Pandemiejahre auf dreißig Jahre zu verlängern (von zuvor 20 Jahren). Außerdem soll die Tilgungsfrist erst im Jahr 2028 beginnen (und nicht schon in den Jahren 2023 und 2026, wie von der Vorgängerregierung geplant). Insgesamt könnten dadurch die mittelfristigen Tilgungsleistungen spürbar sinken, möglicherweise auf rund EUR 12 Mrd. (von rund EUR 20 ½ Mrd. auf Basis des bisherigen Tilgungsplanes).²⁷ Insgesamt wird die beabsichtigte Verlängerung bzw. Streckung der Tilgungsleistungen für die „übermäßigen“ Pandemie-Kredite den fiskalischen Konsolidierungsdruck genau in jener Zeit erheblich vergrößern, in der erstens die negativen Demografie-bedingten Auswirkungen auf die Volkswirtschaft und Staatsfinanzen zunehmend spürbar werden und zweitens die Bundesregierung auch die von Deutschland im Rahmen des EU-Wiederaufbaufonds eingegangenen Rückzahlungsverpflichtungen leisten muss (geschätzte jährliche Tilgungssumme von rund EUR 3 Mrd.).

Aber sowohl der aktuelle Energiepreisschock ...

Obwohl die Haushaltslage auch im Jahr 2022 noch von der Pandemie geprägt sein wird, dürfte sich das gesamtstaatliche Finanzierungsdefizit (*ceteris paribus*) aufgrund der wirtschaftlichen Erholung und des allmählichen Auslaufens der außerordentlichen pandemiebezogenen Finanzhilfen der Regierung weiter verringern.²⁸ Allerdings wird im Gegenzug der Ausgabendruck durch die ehrgeizigen Vorhaben der neuen Bundesregierung in den Bereichen Klimaschutz/ökologische Transformation, Digitalisierung und Soziales spürbar zunehmen. Darüber hinaus deuten sich weitere Haushaltsbelastungen an, die sich u.a. daraus ergeben, dass die Regierung bzw. der Staat a) die steigenden sozialwirtschaftlichen Kosten des energiepreisbedingten Anstiegs der Verbraucherpreise abfedern möchte, b) die Militärausgaben Deutschlands auf über 2% des BIP erhöhen will und c) humanitäre Hilfe und finanzielle Unterstützung für die Ukraine bzw. für die Unterbringung und Versorgung der ukrainischen Flüchtlinge notwendig werden wird.

²⁵ Dieser zusätzliche Finanzspielraum ergibt sich nicht nur aus der Übertragung der in der Vergangenheit nicht genutzten Kreditermächtigungen an die außerbudgetären Sondervermögen (rund 69 Mrd. Euro), sondern umfasst auch die in diesen Nebenhaushalten gehaltenen fiskalischen Reserven, die über die vergangenen Haushaltsjahre angesammelt wurden (rund 43 Mrd. Euro).

²⁶ Zweifel an der Verfassungsmäßigkeit bestehen insbesondere deshalb, weil die Regierung die „übermäßigen“ Kreditermächtigungen aus den Pandemiejahre – die für Maßnahmen der Pandemiebekämpfung genehmigt bzw. vorgesehen waren – nunmehr zur Finanzierung künftiger Bundesausgaben in anderen Ausgabenbereichen (wie z.B. für den Klimaschutz) verwenden möchte.

²⁷ Die Tilgungsleistungen beziehen sich auf die „übermäßige“ Nettokreditaufnahme von EUR 69,6 Mrd. (Haushaltsjahr 2020) bzw. EUR 192,5 Mrd. (Haushaltsjahr 2021) sowie auf die geplante „übermäßige“ Nettokreditaufnahme des Haushaltsjahres 2020, die womöglich bis zu EUR 100 Mrd. betragen könnte.

²⁸ Zunächst aber hat die Bundesregierung einige wichtige Finanzhilfen wie die geloockerten Regeln für den Bezug von Kurzarbeitergeld oder die nicht rückzahlbaren Zuschüsse an Unternehmen und Selbstständige noch einmal (bis Ende Juni 2022) verlängert.



So hat die Bundesregierung erst kürzlich den Weg für ein 10-Punkte-Entlastungsprogramm mit einem Finanzvolumen von mehr als EUR 13 Mrd. (bzw. 0,35% des für 2022 prognostizierten BIP) geebnet, um die betroffenen Privathaushalte (und Unternehmen) finanziell zu entlasten. Im Rahmen dieses finanziellen Unterstützungspakets will die Bundesregierung den Aufwärtsdruck auf die Strompreise lindern, indem sie die vollständige Abschaffung der EEG-Umlage (um sechs Monate) auf den 1. Juli 2022 vorziehen will (geschätzte Entlastung: EUR 6,6 Mrd.). Darüber hinaus plant die Regierung eine ganze Reihe weiterer steuerlicher Entlastungsmaßnahmen (u.a. eine Anhebung des Grundfreibetrags im Einkommensteuertarif und eine Erhöhung der steuerlich absetzbaren Pendlerpauschale für Berufstätige) sowie steigende Subventionen für bestimmte (einkommensschwache) Haushaltsgruppen (wie z.B. die Einführung eines sogenannten Heizkostenzuschusses). Aber auch die Regierung bzw. der Staat selbst dürfte die höhere Inflation direkt zu spüren bekommen, wie z.B. über höhere (Bau-)Preise und damit höhere Ausgaben für öffentliche (Bau-) Investitionen.²⁹ Darüber hinaus könnte die Normalisierung der Geldpolitik, die die Renditen deutscher Bundesanleihen letztlich aus dem negativen Bereich herausführen dürfte, in den nächsten Jahren wieder zu einem Anstieg der staatlichen Zinsausgaben führen (2021: EUR 21 Mrd.; 0,6 % des BIP).

Doch auf der anderen Seite dürften die öffentlichen Haushalte auch auf verschiedene Weise vom Anstieg der Inflation profitieren: Da die Mehrwertsteuer (MwSt.) an den Nominalwert gekoppelt ist, würde ein Anstieg der Inflationsrate um 1 %-Punkt rund 2½ Mrd. EUR an zusätzlichen Mehrwertsteuereinnahmen in die öffentlichen Kassen spülen.³⁰ Darüber hinaus würde der Staat aufgrund des progressiven Einkommensteuertarifs über die sogenannte „kalte Progression“³¹ profitieren, sofern die künftige Lohndynamik der höheren Inflation folgt. Allerdings sei dazu einschränkend gesagt, dass der Staat – wie bereits in der Vergangenheit geschehen – zu einem späteren Termin die von der „kalten Progression“ belasteten Einkommenssteuerzahler rückwirkend entschädigen könnte. Dies würde die Staatskasse dann entsprechend in der Zukunft belasten.³²

... als auch der russische Angriffskrieg in der Ukraine haben den Ausgabendruck auf die Bundesregierung weiter erhöht

Neue Unsicherheiten für die wirtschaftlichen und damit auch fiskalischen Aussichten ergeben sich derzeit aus dem russischen Angriffskrieg in der Ukraine, der das Potenzial hat, nicht unerhebliche Auswirkungen auf die deutschen Staatsfinanzen zu haben – entweder durch einen Rückgang des BIP und der Steuereinnahmen (z.B. aufgrund der hohen wirtschaftlichen Anfälligkeit des Energiesektors gegenüber ausbleibenden Energieimporten aus Russland) und/oder durch zusätzliche Ausgaben (z.B. aufgrund der Notwendigkeit, a) die

²⁹ Da die öffentlichen Investitionen im Jahr 2021 etwa 90 Mrd. EUR oder 2 ½% des BIP auf gesamtstaatlicher Ebene ausmachen, würde ein Anstieg der Inflationsrate um einen vollen Prozentpunkt die öffentlichen Investitionsausgaben um fast EUR 1 Mrd. erhöhen.

³⁰ Die Mehrwertsteuereinnahmen beliefen sich im Jahr 2021 auf EUR 250,8 Mrd. (rund 7% des BIP).

³¹ Die Steuereinnahmen aus der kalten Progression ergeben sich aus dem Anstieg des durchschnittlichen Einkommensteuersatzes und aus dem Anstieg der Löhne/Gehälter, der nur die höhere Inflation ausgleicht. Wie in der Vergangenheit kann der Staat jedoch die Einkommenssteuerzahler zu einem späteren Zeitpunkt rückwirkend entschädigen, was die öffentlichen Finanzen in Zukunft belasten wird.

³² Alle zwei Jahre veröffentlicht die Bundesregierung einen Bericht über die Auswirkungen der „kalten Progression“ (auf der Grundlage des Preisdeflators für den privaten Verbrauch). Im Vierten Steuerprogressionsbericht für die Jahre 2020 und 2021 schätzt die Bundesregierung die Auswirkungen der „kalten Progression“ auf EUR 2,1 Mrd. bzw. EUR 7,7 Mrd. (siehe auch Monatsbericht Dezember 2020 des Bundesministeriums der Finanzen). Aufgrund des starken Anstiegs der Inflation ab Anfang 2021 dürften die anstehenden Steuertarifanpassungen, die zum Ausgleich der „kalten Progression“ erforderlich wären, jedoch in den kommenden Jahren deutlich höher ausfallen.



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Verteidigungsausgaben massiv zu stärken, b) die von den Sanktionen betroffenen deutschen Unternehmen finanziell zu unterstützen, c) der Ukraine humanitäre Hilfe zu leisten und d) ukrainische Flüchtlinge unterzubringen und zu versorgen.

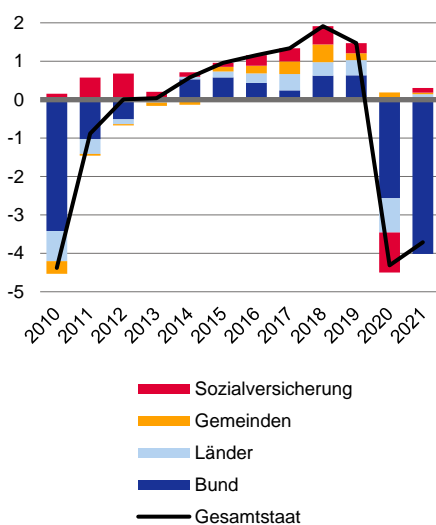
Aufgrund des russischen Angriffskrieges in der Ukraine – und der offensichtlich gewordenen russischen Bedrohung für den Westen – hat sich ein Paradigmenwechsel in der deutschen Verteidigungspolitik vollzogen, der dazu geführt hat, dass die deutschen Militärausgaben in Zukunft spürbar (und dauerhaft) höher liegen dürften als bislang (siehe auch unseren [Germany Blog: Paradigm shift in defense policy is set to drive fiscal deficits noticeably higher](#) vom 28. Februar 2022). Um die Qualität und Quantität der Bundeswehr deutlich zu steigern, hat sich die Bundesregierung dazu bekannt, die jährlichen Verteidigungsausgaben auf über 2% des nationalen (nominalen) BIP zu erhöhen (NATO-Zielwert).³³ Zur Finanzierung dieser Mehrausgaben plant die Bundesregierung die Einrichtung eines schuldenfinanzierten militärischen Modernisierungsfonds in Höhe von EUR 100 Mrd. („Sondervermögen Bundeswehr“).³⁴

Wie viel von diesem zusätzlichen Ausgabenvolumen bereits im laufenden Haushaltsjahr 2022 verausgabt werden könnte, ist schwer zu beurteilen. Um die Lücke zu schließen und das Ausgabenziel von 2% bereits im Jahr 2022 zu erreichen, wären jedoch ab sofort mehr als EUR 25 Mrd. (0,7% des BIP) an zusätzlichen Verteidigungsausgaben erforderlich. Dies käme einem drastischen Anstieg von über 50% gegenüber den tatsächlichen Verteidigungsausgaben des Jahres 2021 gleich. Aufgrund der strukturell bedingten Beschaffungsprobleme bei der Bundeswehr kann jedoch realistischerweise nicht davon ausgegangen werden, dass die Verteidigungsausgaben schon im Haushaltsjahr 2022 um EUR 25 Mrd. oder mehr erhöht werden könnten. Unserer Einschätzung nach dürfte das oben erwähnte Ausgabenplus bei der Verteidigung wahrscheinlich erst mittelfristig erreicht werden.

Im Jahr 2021 schlug das drittgrößte Staatsdefizit seit der deutschen Wiedervereinigung zu Buche

3

Finanzierungssaldo, % des BIP
(Gesamtstaat nach VGR)



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

2022-23: Haushaltsausblick durch hohe Unsicherheiten getrübt

Unsere bisherigen Prognosen zur weiteren Entwicklung des Staatsdefizits (von -2,2% des BIP in 2022 bzw. -0,3% des BIP in 2023) sind mittlerweile offenkundig von den dynamischen Entwicklungen der letzten Monate und Wochen überholt worden – und zwar nicht nur, weil sie noch auf den alten Haushaltsplänen der Vorgängerregierung basieren, sondern auch, weil sie die Mehrausgaben aufgrund des russischen Angriffskrieges in der Ukraine noch nicht berücksichtigen.

So deuten schon allein die Investitions- und Sozialausgabenpläne der neuen Regierung für sich genommen auf einen stark expansiven fiskalpolitischen Kurs hin (der durch eine starke Inanspruchnahme früherer Kreditreservepuffer finanziert werden könnte). Darüber hinaus baut sich ein spürbarer zusätzlicher Ausgabendruck aufgrund der steigenden Energiepreise auf. Und schließlich dürften auch die kurz- und langfristigen Auswirkungen des russischen Einmarsches in

³³ Die Verteidigungsausgaben des Bundes machten 2021 „nur“ EUR 46,6 Mrd. (1,3% des BIP) aus, wie aus dem vorläufigen Haushaltsergebnis 2021 für den Bund hervorgeht (finanzstatistische Betrachtung). Eine Erhöhung der Militärausgaben auf „über 2 %“ erfordert also zusätzliche Bundesverteidigungsausgaben von mehr als EUR 25 Mrd. (oder 0,7% des BIP) pro Haushaltsjahr.

³⁴ Haushaltstechnisch betrachtet wird dieses Sondervermögen als Nebenhaushalt außerhalb des regulären Kernhaushalts der Bundesregierung eingerichtet. Zur Finanzierung wesentlicher Teile der im Jahr 2022 sowie in den folgenden Haushaltsjahren anfallenden zusätzlichen Militärausgaben könnte das Sondervermögen mit Kreditermächtigungen in Höhe von EUR 100 Mrd. ausgestattet werden, die es dann zu einem späteren Zeitpunkt zur Finanzierung der zusätzlichen Verteidigungsausgaben verwenden kann, nämlich dann, wenn diese tatsächlich anfallen. Wie genau dieses Sondervermögen im Rahmen der in der Verfassung verankerten Schuldenbremse aufgesetzt werden soll, bleibt noch abzuwarten.



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

der Ukraine den Staatshaushalt in erheblichem Umfang belasten (z. B. über höhere Verteidigungsausgaben oder Mehrausgaben für die Aufnahme ukrainischer Flüchtlinge).

Obwohl die weiteren wirtschaftlichen und finanziellen Auswirkungen (des russischen Angriffskrieges in der Ukraine) auf die deutsche Makroökonomie und die Staatsfinanzen noch im Detail analysiert werden müssen, scheint es plausibel davon auszugehen, dass sich die deutsche Maastricht-Defizitquote im Jahr 2022 erneut ausweiten könnte – auf möglicherweise deutlich über 4% des BIP (2021: 3,7% des BIP). Zum jetzigen Zeitpunkt – und angesichts der Tatsache, dass der überarbeitete Haushaltsentwurf für 2022 noch aussteht – sollte die obige Zahl daher nur als grober Orientierungswert bzw. als indikative Größenordnung verstanden werden.

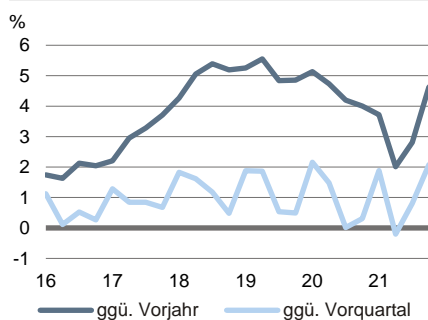
Sebastian Becker (+49 69 910-21548, sebastian-b.becker@db.com)



Unternehmenskredite: Zuletzt erholt wegen Bedarfs an kurzfristigen Mitteln – jetzt noch mehr wegen steigender Energiepreise?

- Der Krieg in der Ukraine könnte die Erholung in der Kreditvergabe verstärken, weil Unternehmen und Selbstständige aus Vorsichtsgründen und angesichts weiter stark steigender Energiepreise ihre Liquidität erhöhen.
- Die Unternehmenskredite waren bereits im Schlussquartal 2021 in die Höhe geschossen, parallel zur Inflation, weswegen mit früheren Zinserhöhungen gerechnet wurde. Gleichzeitig nahm der Bedarf an kurzfristigen Mitteln zu, weil die Energiekosten kräftig stiegen und die Unternehmen ihre Lager wieder auffüllten, die sich wegen der Lieferengpässe geleert hatten.
- Die geopolitische Eskalation dürfte sich vor allem in einer Zunahme der kurzfristigen Kredite bemerkbar machen und damit die Entwicklung von Q4 anhalten, als die Kredite mit einer Laufzeit von bis zu fünf Jahren auf den Wachstumspfad zurückgekehrt waren. Bei längeren Laufzeiten waren dagegen keine Auswirkungen zu spüren. Gleichermaßen dürften die Kredite an das Verarbeitende Gewerbe am stärksten zulegen, nachdem sie sich bereits in Q4 erholt hatten. Im Dienstleistungssektor setzte sich die kräftige Expansion fort.
- Im Gesamtjahr 2021 gewannen Genossenschaftsbanken, Großbanken und Sparkassen zulasten staatlicher Förderbanken und ausländischer Banken Marktanteile hinzu.

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Der Krieg in der Ukraine wird wahrscheinlich die Entwicklungen der letzten Monate in der Kreditvergabe an Unternehmen in Deutschland nochmals verstärken, zumindest kurzfristig. Schon im Schlussquartal 2021 war die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige in Deutschland wieder deutlich angestiegen. Der Zuwachs von 2,1% ggü. Vj. (EUR 30,9 Mrd.) war der zweithöchste in den vergangenen 20 Jahren; er lag nur knapp unter dem Wert für Q1 2020, worin sich die Sorgen über den Ausbruch der Corona-Pandemie niedergeschlagen hatten. Die Wachstumsrate ggü. Vj., die sich bis zum vergangenen Sommer deutlich verringert hatte, kletterte infolgedessen wieder kräftig auf 4,6%. Die Erholung kam etwas unerwartet und fiel zusammen mit einer sich beschleunigenden Inflation in Deutschland und dem Euroraum insgesamt (sowie noch höheren Inflationsraten in den USA), die eine sehr viel raschere Straffung der Geldpolitik einschließlich Zinsanhebungen erwarten ließ.³⁵ Daher könnten einige Unternehmen ihre Finanzierungspläne ebenfalls vorgezogen haben, um sich sehr günstige Kreditbedingungen zu sichern, solange es noch geht. In der Tat kletterten die Renditen von Bundesanleihen während des Quartals auf den höchsten Stand seit Beginn der Pandemie, auch wenn sich die tatsächlichen Kreditzinsen kaum veränderten. Angesichts des hohen Auftragsbestands erhöhte sich zudem der Bedarf an kurzfristigen Mitteln zur Finanzierung des laufenden Betriebs („Working Capital“), weil die Unternehmen ihre aufgrund der Lieferengpässe geschrumpften Lagerbestände wieder auffüllen mussten. Zugleich waren die steigenden Energie- und Rohstoffpreise nicht nur Treiber der Inflation, sondern sorgten auch direkt dafür, dass manche Unternehmen vor dem Winter ihre Liquiditätspuffer erhöhten.

Aktuell herrscht zwar wegen der geopolitischen Eskalation größere Unsicherheit hinsichtlich des geldpolitischen Ausblicks (einerseits dürften die schwächeren

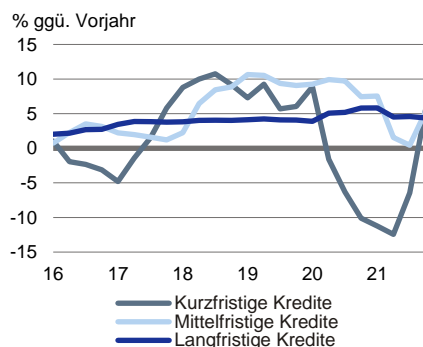
³⁵ Noch vor sechs Monaten wurde für die USA eine einzige Zinsanhebung um 25 Bp. bis Ende 2023 erwartet (und zwar in H2 2023) und keinerlei Änderung bei den Leitzinsen im Euroraum. Jetzt erwarten wir bis Ende 2023 Zinserhöhungen um insgesamt 2,5 bzw. 1,25 %-Punkte – eine drastische Veränderung der Prognosen.



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

... nach Fristigkeit*

2

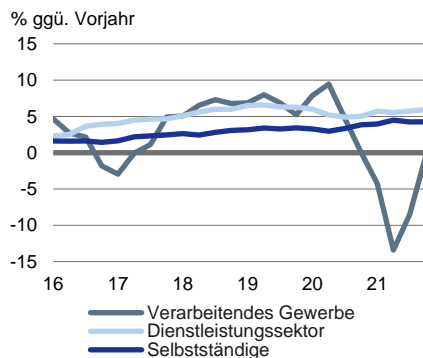


* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

... nach Branche

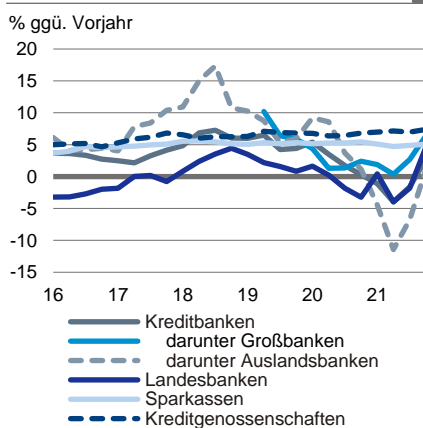
3



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Wachstumsaussichten den Inflationsdruck reduzieren, andererseits gibt es einen starken gegenteiligen Effekt durch die höheren Energiepreise). Ziemlich sicher dürfte jedoch die enorme Unsicherheit aufgrund des Krieges, der beispiellosen Sanktionen gegen einen Handelspartner und wichtigen Energielieferanten für Europa und der möglichen Vergeltungsmaßnahmen den Bedarf an Liquidität weiter erhöhen, vor allem kurzfristig. Um auf alle Eventualitäten vorbereitet zu sein und aufgrund des ungebremsten Anstiegs der Öl- und Gaspreise (sowie möglicherweise in der Breite steigender Kosten auch für andere Produktionsfaktoren). Die Finanzmärkte reagierten sofort risikoscheu, was den vorhergehenden Anstieg der langfristigen Renditen wieder rückgängig machte. Dennoch nimmt die Wahrscheinlichkeit einer generellen Neubepreisung von Risiken am Anleihemarkt zu, aufgrund der zu erwartenden höheren Staatsdefizite und der Sorgen über beträchtliche Zweitrundeneffekte angesichts der stark steigenden Inflationsraten.

Schon in Q4 dürfte die hohe Inflationsdynamik (und die sich abzeichnenden Zinserhöhungen) zahlreiche Unternehmen überrascht haben. Gleichzeitig wurde kurzfristig das Wiederauffüllen der Lagerbestände erforderlich. Die Beschleunigung der Kreditvergabe konzentrierte sich daher insbesondere auf kurze Laufzeiten von bis zu einem Jahr (nun wieder +5,8% ggü. Vj.) und in etwas geringerem Umfang auf Laufzeiten von 1-5 Jahren (+5,4%). Bei längeren Laufzeiten (+4,4%) war kein Effekt erkennbar.

Ebenso wird sich die gegenwärtige Lage voraussichtlich stärker im Verarbeitenden Gewerbe niederschlagen als bei Dienstleistern oder Selbstständigen, wegen der größeren Abhängigkeit vom Konjunkturzyklus, von Exporten sowie von Energie und anderen Rohstoffen. Daher wird sich die Erholung der Kredite an Industrieunternehmen (ebenso wie das Kreditwachstum bei Versorgern/Bergbau) wohl fortsetzen, während die Auswirkungen auf den Dienstleistungssektor wesentlich geringer sein dürften.

In Q4 hatte es einen Anstieg auf breiter Front gegeben. Selbst im Verarbeitenden Gewerbe, wo die Kreditvergabe in diesem Quartal in der Regel schwach ist, erhöhten sich die ausstehenden Volumina kräftig und lagen wieder fast auf Vorjahresniveau (-0,4%), nachdem sie zuvor deutlich geschrumpft waren. Im Dienstleistungssektor wurde mit 6% ggü. Vj. die kräftigste Expansion seit Beginn der Corona-Krise verzeichnet. Das Wachstum der Kredite an Selbstständige blieb praktisch unverändert auf dem höchsten Niveau seit zwei Jahrzehnten (+4,3%). Für viele Branchen des Verarbeitenden Gewerbes war 2021 eine wahre Achterbahnfahrt und die Unterschiede sind weiterhin enorm. Die Kreditvergabe an Maschinenbau/Auto und die Chemie schrumpfte erneut deutlich (jeweils -8% ggü. Vj.), die Kredite an Elektrotechnik und Ernährung stiegen dagegen kräftig an, um 13% bzw. 8%. Im Dienstleistungssektor erlebten die Kredite an Beteiligungsgesellschaften und Wohnungsunternehmen einen Boom (+18% bzw. +8%), was bei Letzteren unter anderem auf das baldige Auslaufen staatlicher Subventionen für neue energieeffiziente Gebäude zurückzuführen war. In den meisten anderen Dienstleistungsbranchen war der Zuwachs dagegen sehr viel geringer. Unter den übrigen Wirtschaftsbereichen stach der Bau mit einem Plus von 15% hervor, während es bei Versorgern/Bergbau, Handel und Landwirtschaft nur einen moderaten Anstieg gab, und im Verkehr mit -7% einen deutlichen Rückgang, da einige große Unternehmen staatlich geförderte Notfallkredite teilweise zurückzahlten.

Die Kreditvolumina stiegen im vergangenen Quartal bei allen großen Bankengruppen merklich an. Bei Genossenschaftsbanken und Sparkassen (sowie den staatlichen Förderbanken) setzte sich damit der bisherige Trend fort. Bei Großbanken, ausländischen Banken und Landesbanken (wobei sich die beiden Ersteren ein Stück weit überschneiden) war der Anstieg insbesondere für ein Q4 recht ungewöhnlich. Dank des starken Schlussspurts waren die Kreditbücher aller Bankengruppen zum Jahresende größer als zu Jahresbeginn. Die



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Kreditgenossenschaften lagen weiterhin an der Spitze (+7,4% ggü. Vj.), gefolgt von den Großbanken (6,4%), Sparkassen (5,1%) und Landesbanken (4,6%). Förderbanken (2,1%), die 2020 sehr erfolgreich gewesen waren, und Auslandsbanken (1,1%) verloren Marktanteile an ihre Wettbewerber. Bei Letzteren ist ähnlich wie in der Finanzkrise eine prozyklische Kreditvergabe zu beobachten. Dies ist zum Teil auf den spezifischen Branchenmix zurückzuführen und daher eher ein Problem der Nachfrage als des Angebots: Die Auslandsbanken haben eine besonders starke Stellung im (derzeit unter Druck stehenden) Verarbeitenden Gewerbe und machen relativ wenig Geschäft mit Wohnungsunternehmen und Baufirmen, die sich im Moment sehr dynamisch entwickeln. Aber zum einen haben sie auch eine starke Position in anderen, rasch expandierenden Branchen wie Beteiligungsgesellschaften. Vor allem weisen sie sehr ähnliche Stärken und Schwächen auf wie die Großbanken – deren Kreditvolumina jedoch kräftig ansteigen. Das zuletzt schwache Abschneiden der ausländischen Banken im Kreditgeschäft dürfte also zum Teil auch auf ein begrenztes Kreditangebot zurückzuführen sein. Die aktuellen Verwerfungen werden daran kaum etwas ändern.

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



Bundesregierung ändert Politikurs nach russischer Invasion in die Ukraine

- Da die Dauer und das letztendliche Ausmaß des Krieges in der Ukraine derzeit nicht einzuschätzen sind, bleibt die wirtschaftliche und politische Unsicherheit sehr hoch. Wir konzentrieren uns im Folgenden daher auf die bereits erfolgten oder noch zu erwartenden Antworten der Bundesregierung. Sicher ist, dass der neuen Regierung in diesem Umfeld wenig Zeit bleibt, ihre Reformagenda für Deutschland anzugehen.
- Die russische Invasion in der Ukraine bedeutet eine Zeitenwende in der deutschen Außen- und Sicherheitspolitik. Die Verteidigungsausgaben werden massiv erhöht und das Prinzip, keine Waffen in militärische Konfliktregionen zu liefern, aufgegeben. Zudem wurden geänderte Prioritäten in der Energiepolitik (Aufbau von strategischen Kohle- und Gasreserven, neue LNG-Häfen) angekündigt, weitere Anpassungen dürften folgen.
- In der anstehenden Haushaltsdebatte werden die neuen Ausgabenprioritäten für das Budget 2022 und der mittelfristige fiskalische Kurs klarer werden. Das Vorhaben der Regierung, die grüne Transformation bei gleichzeitig soliden öffentlichen Finanzen voranzutreiben, wird ohne eine Repriorisierung der Ausgaben kaum gelingen – nun umso mehr angesichts der steigenden Mittel für die Verteidigung. Mit Blick auf die Debatte um die EU-Fiskalregeln erscheint angesichts des Ukraine-Krieges zwar die weitere Verlängerung der Ausnahmeklausel bei dem Budgetdefizit wahrscheinlich, ein weiterer institutioneller Schritt in der fiskalischen Integration aber wohl aus heutiger Sicht eher nicht.

Meilensteine der Ampelkoalition für 2022 laut Koalitionsvertrag

1

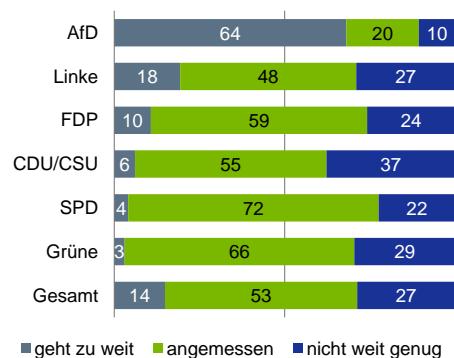
Bereich	Meilenstein
Klimaschutz	Einführung eines Klimaschutz-Sofortprogramms, inkl. z.B. Überprüfung eines früheren Kohleausstiegs, Beschleunigung Ausbau von erneuerbaren Energien, Aufbau einer „Allianz für Transformation“ mit zentralen Akteuren, Einführung strengerer Energiestandards für Neubauten)
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 10 Mrd. angekündigt für 2022)
Arbeitsmarkt	Erhöhung des Mindestlohns auf 12 Euro Testen von Regelungen für flexiblere Arbeitszeiten
Außenpolitik	Vorlegen einer umfassenden nationalen Sicherheitsstrategie

Source: Deutsche Bank Research, auf Basis des Koalitionsvertrags

Mehrheit hält Reaktion der Regierung auf russ. Einmarsch in Ukraine für angemessen

2

Parteianhänger



Quelle: infratest dimap März 2022, Deutsche Bank Research

Hohe Unsicherheit prägt politisches und wirtschaftliches Umfeld. Die Auswirkungen der russischen Invasion in die Ukraine auf Energiesicherheit und -preise, die Stimmung bei Wirtschaft und Verbrauchern oder Migration ist abhängig vom weiteren Verlauf des Krieges – was wiederum derzeit nicht einzuschätzen ist. Neben der Zeitenwende in der Außen- und Sicherheitspolitik sind deutliche Anpassungen in der Energiepolitik, im Vergleich zu der ursprünglich im Koalitionsvertrag vorgesehenen, angekündigt. Auch die Finanzplanung dürfte nun entsprechend neu ausgerichtet werden. Angesichts der enormen Unsicherheiten hinsichtlich Dauer und Schwere der kriegerischen Handlungen dürfte die Bundesregierung einen flexiblen (wirtschafts-)politischen Kurs fahren (müssen).

Zeitenwende in Außen- und Sicherheitspolitik. In einer Sondersitzung des Bundestags am 27. Februar hat Bundeskanzler Scholz angekündigt, die Bundeswehr werde 100 Milliarden Euro als Sondervermögen für Investitionen und Rüstungsvorhaben erhalten. Das Geld werde mit dem Bundeshaushalt 2022 bereitgestellt. Zudem soll das 2%-Ziel der NATO in Zukunft jedes Jahr erfüllt werden sowie Waffenlieferungen an die Ukraine erfolgen. Dieser Politikschwenk war vermutlich auch der deutlichen Kritik der westlichen Verbündeten an Deutschlands bisheriger Haltung geschuldet. Umso mehr kann gerade bei der SPD und den Grünen die Abkehr von langjährigen Überzeugungen, wie Frieden und Sicherheit in Europa gewährleistet werden können, als historischer Moment gesehen werden – was auch von der Mehrheit der Bevölkerung als der Lage angemessen gesehen wird (s. Grafik). Die geänderte Haltung der Bundesregierung verleiht auch den Äußerungen von Bundeskanzler Scholz auf der Münchner Sicherheitskonferenz Mitte Februar mehr Gewicht, wo er Präsident Macron in seiner Forderung nach stärkerer strategischer Souveränität der EU und der Bündelung gemeinsamer Ressourcen unterstützte. Die neue deutsche Sicherheitspolitik sollte der europäischen Verteidigungskooperation (PESCO) und einer besseren Abstimmung in der öffentlichen Beschaffungspolitik zusätzliche Impulse geben. Auf jeden Fall dürfte die eigene proaktivere Außen- und Sicherheitspolitik



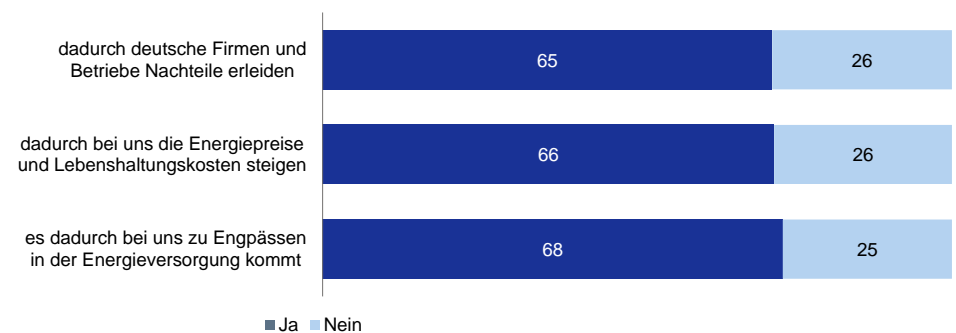
Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

auch für eine ausgewogenere Balance im deutsch-französischen Tandem sorgen, als dies zum Start der neuen Bundesregierung möglich schien.

Öffentliche Meinung: Ein Mix aus Sicherheitsorgen, steigenden Energiepreisen und Aufhebung der Corona-Restriktionen. Einerseits dämpfen die Sorgen um die nationale Sicherheit und die wirtschaftliche Entwicklung die Stimmung, selbst wenn mehr als zwei Drittel der Deutschen die Maßnahmen gegen Russland trotz möglicher Kosten und Nachteile befürworten (s. Grafik).

Unterstützung der Maßnahmen gegen Russland auch, wenn ...

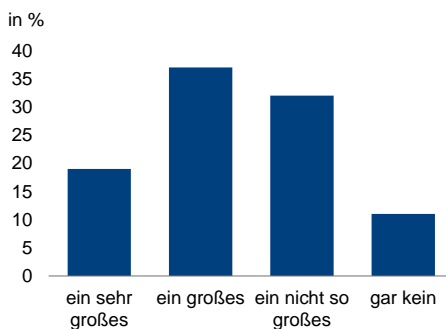
3



Quelle: infratest dimap März 2022, Deutsche Bank Research

"Die steigenden Energiepreise sind für mich persönlich ... Problem

4



Quelle: ZDF Politbarometer, Deutsche Bank Research

Gleichzeitig dürfte die Aussicht auf eine weitgehende Aufhebung der Pandemie-Beschränkungen (in drei Stufen bis 20. März) die Stimmung etwas aufhellen. Sicherlich dürfte die Arbeit der Regierung aber auch am Umgang mit den hohen und weiter steigenden Energiepreisen und deren negativen Effekten auf die verfügbaren Einkommen gemessen werden (s. Grafik). Die Regierungskoalition hat dazu am 24. Februar ein Maßnahmenpaket vorgelegt, wonach u.a. die EEG-Umlage ab Mitte 2022 abgeschafft wird (geplant Anfang 2023). Die Debatte über ein monatliches pro-Kopf-„Energiegeld“ dürfte trotz dieser Erleichterungen weiterlaufen. Allerdings dürfte der Trade-off zwischen dem Vorantreiben der Energiewende (bei nun nochmal gesteigener Bedeutung der Gewährleistung von Versorgungssicherheit) und dem Abfedern der damit verbundenen Verteilungseffekte zu anhaltenden Diskussionen innerhalb der Regierung führen, zumal die Energiepreise wegen des Ukraine-Krieges weiter steigen dürften.

Anstehende Haushaltsdebatte wird Priorisierung der Ausgaben für 2022 zeigen.

Die sich verzögernde Aufstellung des Haushalts 2022 und die mittelfristige Finanzplanung dürfte den geänderten Prioritäten in den Ausgaben Rechnung tragen. Dies hätte sich bis vor Kurzem v.a. auf die Finanzierung der Energiewende bezogen. Nun geht es (auch) um die zusätzliche finanzielle Ausstattung für den neuen sicherheitspolitischen Kurs, die durch ein „Sondervermögen Bundeswehr“ von EUR 100 Mrd – kreditfinanziert – erfolgen soll (s. Beitrag S. 36 zur Finanzpolitik). Die Aufstockung der Verteidigungsausgaben auf 2% des BIP p.a. soll aus dem laufenden Haushalt erfolgen. Allerdings hat Finanzminister Lindner in diesem Zusammenhang auch darauf hingewiesen, dass die Verbesserung der Verteidigungskapazitäten nicht nur eine Frage des Geldes, sondern auch von Strukturreformen, u.a. im Beschaffungswesen, sei. Die Etatverhandlungen dürften angesichts der Ausgabenwünsche auch der anderen Ressorts nicht einfacher werden. Dazu passt auf EU-Ebene, dass die Debatte über die Reform der Fiskalregeln als Reaktion auf die geopolitische Lage wohl nochmals verschoben werden dürfte. Zudem dürfte die EU-Kommission im Mai vorschlagen, die Ausnahmeregel für die Einhaltung des Budgetdefizits ein weiteres Jahr anzuwenden, um den Mitgliedsländern mehr finanziellen Spielraum zur Abfederung wirtschaftlicher Konsequenzen aus dem Ukraine-Krieg zu ermöglichen. Darüber hinausgehende fundamentale fiskalische Integrationschritte scheinen



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

aus heutiger Sicht eher weniger wahrscheinlich. Im Kontext der generellen Reformdebatte des Wirtschafts- und Stabilitätspakts hat die Ernennung des ordoliberalen Prof. Lars Feld zum „Persönlichen Beauftragten des Bundesministers der Finanzen für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung“ zu Befürchtungen in der EU geführt, Deutschland werde eine sehr orthodoxe Haltung dazu einnehmen. Allerdings spricht der Koalitionsvertrag sehr viel offener von einer „Weiterentwicklung der fiskalpolitischen Regeln“.

Wirtschafts- und Klimapolitik: Versorgungssicherheit im Fokus. Vor dem Hintergrund des Krieges in der Ukraine hat Wirtschaftsminister Habeck angekündigt, u.a. ein Gesetz für den Aufbau einer nationalen Gasreserve vorzulegen und einen schnelleren Ausbau der Ökostromerzeugung bis 2035 statt 2050 anzustreben. Er schließt zudem längere Laufzeiten für Kohle- und Kernkraftwerke nicht mehr aus (s. Beitrag zur Energiepolitik S. 30). Ungeachtet dieser tagesaktuellen Antworten dürften die längerfristigen Überlegungen zu einem modifizierten Wachstumsmodell für Deutschland wichtig bleiben. So bezog Habeck bei der Vorlage des Jahreswirtschaftsberichts Position in der Frage, wie Wohlstand jenseits von BIP-Kennzahlen zu messen sei und schlug ein Set von weiteren Indikatoren wie CO₂-Emissionen, Schulabbruchraten oder Wohnkosten vor. In einem jüngeren Interview (Spiegel, 22.1.2022) sagte Habeck auch, dass er die Vorstellung der Ökonomin Mariana Mazzucato von einer „Mission Economy“ teile. Danach geht es darum, dass der Staat für die Wirtschaft ein Ziel definiert, den Weg dorthin aber nicht vorschreibe und damit Innovationen ermöglicht. Inwiefern er diesen Weg verfolgt, muss man sehen. In seiner „Eröffnungsbilanz Klimaschutz“ kündigt er kurzfristig verschiedene Maßnahmen einschl. der Überarbeitung des Gesetzes für Erneuerbare Energien, einem rechtlichen Rahmenwerk für „Carbon contracts for differences“ (Differenzverträge) oder der verpflichtenden Nutzung von Solarpanels für neue Gewerbebauten an. Erste Gesetzesvorschläge waren bisher für Ende April angekündigt (s. Tabelle 4).

Track record der ersten 100 Tage im Amt: Umgang mit geopolitischem Schock dürfte Bild der Regierung vorerst dominieren. Am 17. März wird die Ampelregierung 100 Tage im Amt sein (Vereidigung von Bundeskanzler Scholz am 8. Dezember 2021). Normalerweise würde man dann darauf schauen, welche Gesetzesvorhaben und Projekte der nationalen Reformagenda die Koalition bisher auf den Weg gebracht hat. Nun dürfte es vor allem eine Rolle spielen, wie die Regierung ihre politischen Prioritäten an die neue geopolitische Situation anpasst. Neuere Umfragen zeigen, dass sich die Popularitätswerte von Bundeskanzler Scholz nach anfänglicher Ernüchterung im politischen Tagesgeschäft deutlich verbessert haben, 56% der Deutschen sind nun mit seiner Arbeit zufrieden, ein Plus von 13% ggü. Februar. Auch die Zufriedenheit mit anderen Mitgliedern der Regierung ist gestiegen (s. Grafik).

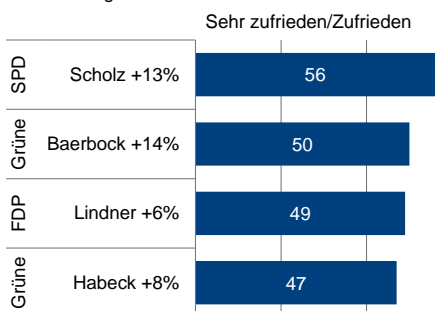
Politische Landschaft: Wird die Krise die Parteien der Mitte stärken?

CDU übernimmt konstruktive Oppositionsrolle. Friedrich Merz hat seine Macht als wichtigster Oppositionsführer konsolidiert, nachdem er mit beeindruckenden Ergebnissen zum CDU-Parteivorsitzenden und zum CDU/CSU-Fraktionsvorsitzenden gewählt wurde. Merz Führung dürfte länger dauern als die seiner in dieser Hinsicht weniger glücklichen Vorgänger (AKK zwei Jahre, Laschet ein Jahr). Mit Merz an der Spitze dürfte die CDU ein klareres konservatives und wirtschaftsliberales Profil entwickeln. Während sich dies dann auch in kontroverseren inhaltlichen Debatten im Bundestag niederschlagen könnte, hat Merz der Regierung in der Sondersitzung des Bundestags eine konstruktive Begleitung des neuen Kurses zugesagt. Es bleibt abzuwarten, ob die angesichts der geo-

Politikerzufriedenheit gestiegen

5

Veränderungen in % zu Februar 2022

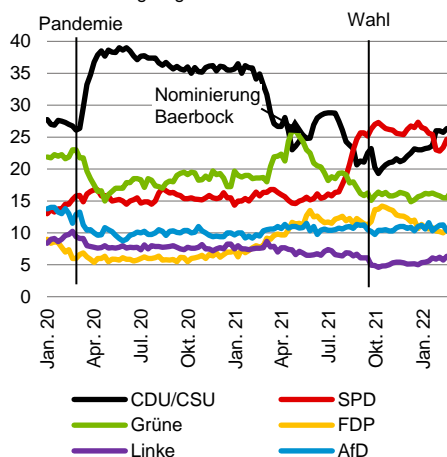


Quelle: infratest dimap März 2022, Deutsche Bank Research

Werden die Parteien der politischen Mitte von der geopol. Krise profitieren?

6

% der Stimmen, wöchentlicher Durchschnitt der aktuellen Umfrageergebnisse*



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

Quellen: Wahlrecht.de, Deutsche Bank Research



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

politischen Krise großer Geschlossenheit über die Parteigrenzen hinweg mittelfristig zu einer Stärkung der politischen Mitte und einem Bedeutungsverlust der politischen Ränder (AfD oder Linkspartei) führen werden.

SPD hat einen guten Lauf, aber die CDU holt auf. Auch wenn Landtagswahlen verständlicherweise derzeit nicht im Vordergrund stehen, lohnt ein Blick darauf dennoch. Die Landtagswahlen in diesem Jahr dürften besonders wichtig für die CDU werden, da sie nicht nur in drei der vier Länder den Ministerpräsidenten stellt (s. Grafik 5), sondern damit auch in drei der nur noch sechs CDU-geführten Länder Veränderungen anstehen könnten. Derzeit führt die SPD im Saarland und in NRW in den Umfragen. Ob sich der Amtsbonus für die derzeitigen Ministerpräsidenten positiv auswirkt, wird man noch sehen müssen. Besonders wichtig wird die Landtagswahl in NRW werden, wo Hendrik Wüst im Herbst den Posten des Ministerpräsidenten übernommen hat. Möglich ist, dass Wüst von seiner Rolle als derzeitiger Vorsitzender der Ministerpräsidentenkonferenz und der damit verbundenen stärkeren öffentlichen Sichtbarkeit profitieren könnte.

Was würde aus mehr SPD-regierten Ländern folgen? Mögliche Auswirkungen der Landtagswahlen könnten sich in zweierlei Hinsicht ergeben. Zum einen könnten sich die Mehrheitsverhältnisse im Bundesrat denen auf Bundesebene annähern, sollte die CDU in einem der Länder verlieren. Dies könnte es dann zwar der Ampelkoalition erleichtern, zustimmungspflichtige Gesetzesvorhaben durch den Bundesrat zu bekommen. Freilich sollte man nicht vergessen, dass Länderinteressen nicht notwendigerweise parteipolitisch gefärbt sind. 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 wurden.

Alles in allem: Die Ampelkoalition beginnt ihre Regierungsarbeit in unsicheren und herausfordernden Zeiten: Erstens muss sie die richtigen Antworten auf die wirtschaftlichen, humanitären und geostrategischen Folgen des Krieges in der Ukraine finden; zweitens muss sie die grüne Transformation vorantreiben ohne die Versorgungssicherheit zu gefährden oder angesichts steigender Energiepreise die Zustimmung der Bevölkerung zu verlieren; und drittens gilt es, die föderalen Abstimmungsprozesse ungeachtet der anstehenden Landtagswahlen zu verbessern.

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

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

Anstehende Landtagswahlen

7

Datum	Landtagswahlen in ...	Aktuelle Regierungs- koalition
27. März	Saarland	■ ■
8. Mai	Schleswig-Holstein	■ ■ ■
15. Mai	Nordrhein-Westfalen	■ ■ ■
9. Oktober	Niedersachsen	■ ■

* Politische Parteien

■ CDU ■ SPD ■ Grüne ■ FDP

Quellen: Wahlrecht.de, Deutsche Bank Research



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
24.03.2022	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	März	52,0	58,4
24.03.2022	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	März	53,0	55,8
25.03.2022	10:00	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	März	92,0	98,9
30.03.2022	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj.)	März	4,8	5,5
31.03.2022	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Februar	1,5	2,0
31.03.2022	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	März	5,0	5,0
04.04.2022	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Februar	9,3	9,4
04.04.2022	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Februar	-1,0	-3,1
04.04.2022	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Februar	-1,0	-4,3
06.04.2022	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Februar	1,0	2,0
07.04.2022	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Februar	1,0	1,3

*lt. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt, Bundesagentur für Arbeit, ifo, IHS Markit

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



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Deutschland: Datenmonitor

	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Sep 2021	Okt 2021	Nov 2021	Dez 2021	Jan 2022	Feb 2022
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	93,6	99,2	99,9	96,4		99,1	97,9	96,6	94,8	96,0	98,9
ifo Geschäftserwartungen	96,0	101,3	98,8	94,1		97,6	95,5	94,1	92,7	95,8	99,2
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	101,4	106,0	104,9	101,6		103,0	101,8	101,4	101,7	102,9	104,5
Produktion (% gg. Vp.)	-0,1	-1,2	-2,3	2,2		-1,0	3,2	0,5	2,1	1,3	
Auftragseingang (% gg. Vp.)	2,6	3,2	1,2	-4,2		2,4	-5,8	3,6	3,0	1,8	
Grad der Kapazitätsauslastung	80,4	86,7	87,0	85,1	85,5						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	-0,3	2,7	-1,6	0,9		3,1	0,9	0,2	-3,0	6,3	
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	-2,0	-4,1	7,0	1,8		5,2	-5,5	-8,0	24,1		
ifo Bauhauptgewerbe	100,8	103,0	105,6	106,9		106,8	108,1	107,2	105,3	105,5	105,7
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-11,4	-4,5	-2,2	-3,7		-1,1	-1,5	-3,9	-5,8	-4,2	-5,6
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-5,8	5,0	0,5	-0,3		-1,0	0,9	1,2	-4,6	2,0	
	-6,4	44,2	-24,6	-31,0		-25,7	-34,9	-31,7	-26,9	8,5	3,2
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	3,3	1,4	4,5	-6,7		7,8	-11,3	6,5	-2,4	9,4	
Exporte (% gg. Vp.)	3,4	2,5	0,8	4,5		-0,7	3,9	1,6	1,5	-3,1	
Importe (% gg. Vp.)	3,7	7,0	0,1	9,3		0,9	4,4	3,5	4,0	-4,3	
Nettoexporte (EUR Mrd.)	52,7	41,6	43,8	31,7		12,6	12,6	10,8	8,3	9,4	
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	6,0	5,9	5,5	5,3		5,5	5,4	5,3	5,2	5,1	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-64,7	-36,0	-177,7	-116,7		-34,0	-41,0	-37,0	-29,0	-48,0	-33,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	-1,5	0,0	0,6	0,9		0,6	0,7	0,9	1,1	1,4	
ifo Beschäftigungsbarometer	95,9	100,7	103,4	103,5		104,3	103,7	103,9	103,0	102,5	104,3
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	1,7	2,2	3,5	5,4		4,1	4,6	6,0	5,7	5,1	5,5
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,8	1,3	2,1	3,6		2,5	2,8	4,1	3,9	2,8	3,0
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)											
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	28,1	54,9	39,2	33,4		29,9	34,4	33,8	32,1	29,2	31,1
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	61,2	69,0	73,3	79,6		75,0	83,7	81,0	74,5	85,5	93,7
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	33,4	38,3	44,1	46,3		43,6	48,4	48,3	42,1	45,4	44,2
EC Unternehmensumfrage	14,9	37,1	47,7	55,9		49,5	52,6	58,0	57,0	57,3	59,3
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	2,5	-4,5	2,1	2,7							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	0,9	5,1	4,0	3,4							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	3,7	-0,9	2,7	0,9							
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	7,1	6,4	6,3	5,6		6,3	5,8	5,5	5,6	5,7	
Trend von M3*						6,6	6,3	5,9	5,6	5,6	
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	4,2	3,8	4,4	5,3		4,4	4,8	5,2	5,3	0,0	
Kredite an öffentliche Haushalte	6,8	9,9	6,3	2,6		6,3	8,8	10,4	2,6	17,5	

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

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



Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	0,125	-0,10	0,00	0,50					2,75	5,89	4,50
Mrz 22	0,375	-0,10	0,00	0,75					3,25	4,90	5,00
Jun 22	0,875	-0,10	0,00	1,00					4,00	5,50	5,00
Sep 22	1,375	-0,10	0,25	1,25					4,00	5,50	5,00

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,64	-0,05									
Mrz 22	0,50	-0,03									
Jun 22	0,85	-0,03									
Sep 22	1,10	-0,03									

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	1,78	0,16	-0,02	1,30							
Mrz 22	2,30	0,20	0,45	1,63							
Jun 22	2,40	0,25	0,65	1,83							
Sep 22	2,50	0,25	0,80	1,93							

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,09	115,65	0,83	1,31	1,01	10,88		9,84	4,98	393,50	25,78
Mrz 22	1,15	115,00	0,85	1,36	1,04	10,50		10,25			
Jun 22	1,15	114,00	0,85	1,35	1,02	10,25		10,50			
Sep 22	1,18	114,50	0,86	1,37	1,01	10,25		10,50			

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

© Copyright 2022. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

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

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

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

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