



24. Mai 2022

# Ringen mit der Zeitenwende

## 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](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

## DB Research Management

Stefan Schneider

## Inhaltsverzeichnis

## Seite

Prognosen.....	2
Privater Verbrauch: Kräftiger Gegenwind für große Anschaffungen .....	3
Inflation: Mai-Anstieg winkt – noch kein Ende des gegenwärtigen Teuerungsschocks in Sicht.....	7
Staatsfinanzen: Rückkehr zur Schuldenbremse ab 2023 dank Vorratsverschuldung weiterhin möglich.....	11
Fortschritte bei der Verringerung der Energieimporte aus Russland – mittelfristige Herausforderungen für die Gasversorgung	16
Finanzen der privaten Haushalte 2021 .....	20
Umsetzung der neuen Politikvorhaben könnte zu mehr Friktionen zwischen den Ampelparteien führen .....	23
EZB: Erster Zinsschritt bereits im Juli .....	27
Datenkalender .....	30
Datenmonitor .....	31
Finanzmarktprognosen.....	32

Original in englischer Sprache: 20. Mai 2022

**Privater Verbrauch: Kräftiger Gegenwind für große Anschaffungen.** Das deutsche Konsumklima hat durch die russische Invasion in die Ukraine erheblich gelitten. Dies verstärkt den Effekt der bereits zuvor vorhandenen Inflationsbeschleunigung. Dennoch dürfte der private Verbrauch im Jahr 2022 aufgrund von Sondereffekten expandieren. Daher halten wir an unserer BIP-Prognose von 2,3% für 2022 fest, räumen aber ein, dass die Abwärtsrisiken zunehmen, nicht zuletzt aufgrund der Lockdowns in China.

### **Inflation: Mai-Anstieg winkt – noch kein Ende des Teuerungsschocks in Sicht.**

Wann und auf welchem Niveau der Hochpunkt der Inflationsrate erreicht wird, ist äußerst ungewiss. Nach einem Anstieg im Mai könnten jedoch die angekündigten Entlastungsmaßnahmen der Bundesregierung die Jahresteuersatzrate zwischen Juni und August zunächst um einen guten Prozentpunkt dämpfen.

### **Staatsfinanzen: Rückkehr zur Schuldenbremse ab 2023 dank Vorratsverschuldung weiterhin möglich.**

Trotz der geplanten Rekord-Neuverschuldung des Bundes von bis zu EUR 238,9 Mrd. im Jahr 2022 gehen wir nicht von einer Zeitenwende in der deutschen Finanzpolitik mit dauerhaft hohen Defiziten aus. Insbesondere dank erheblicher Ausgabenpolster – und trotz des Ukraine-Krieges – könnte die geplante Rückkehr zur Schuldenbremse ab 2023 gelingen. Ein abermaliges Aussetzen der Schuldenregel käme unserer Einschätzung nach nur als „Ultima Ratio“ im Falle einer schweren Rezession in Betracht.

**Fortschritte bei der Verringerung der Energieimporte aus Russland – mittelfristige Herausforderungen für die Gasversorgung.** Die Sicherung der Gasversorgung ohne russisches Gas bleibt vorerst die größte Herausforderung. Die Umstellung von russischem Pipelinegas auf LNG-Importe wird auch mittelfristig eine große Belastung für die deutsche Wirtschaft und Gesellschaft darstellen.

**Finanzen der Privathaushalte:** Die Haushalte verabschiedeten sich 2021 von ihrer Präferenz für Einlagen angesichts negativer Nominalzinsen und steigender Inflation. Stattdessen investierten sie mehr in andere Finanzanlagen. Dieses Anlagemuster dürfte sich bei wieder sinkender Sparquote in 2022, fortsetzen.

**Umsetzung der neuen Politikvorhaben könnte zu mehr Friktionen zwischen den Ampelparteien führen.** Eine Re-Priorisierung von strategischen Zielen dürfte sich nach der unmittelbaren Krisenbewältigung nicht länger vermeiden lassen. Ein frühes Ende der Regierungskoalition erscheint aber sehr unwahrscheinlich.

**EZB: Erster Zinsschritt bereits im Juli.** Wir erwarten im laufenden Jahr insgesamt vier Zinsschritte um jeweils 25 Bp., schließen aber auch 50 Bp. nicht aus. In Q3 2023 dürfte die EZB dann den Einlagenzinssatz bis auf 2% angehoben haben. Um eine erneute Marktfragmentierung innerhalb der Eurozone zu verhindern, dürfte die EZB zunächst die Reinvestitionen auslaufender Anleihen des APP-Programms nutzen, später aber wohl ein eigenes „Stabilitätskäufe-Programm“ auflegen.



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P
Euroland	5,4	2,8	2,3	2,6	7,5	4,1	2,3	2,2	2,0	-5,1	-4,6	-3,7
Deutschland*	2,9	2,3	3,0	3,2	7,0	4,0	6,9	5,2	6,0	-3,7	-3,1	-1,8
Frankreich	7,0	3,1	1,5	2,1	5,3	3,0	-0,8	-1,2	-1,3	-6,5	-5,3	-3,9
Italien	6,6	2,7	1,8	1,9	7,0	3,5	3,3	2,8	2,9	-7,2	-5,6	-4,5
Spanien	5,1	5,1	2,9	3,0	8,0	2,5	0,9	1,5	1,5	-6,9	-6,1	-5,4
Niederlande	5,0	3,9	4,0	2,8	8,0	4,2	9,5	8,8	8,8	-2,5	-2,8	-2,0
Belgien	6,2	3,4	2,4	3,2	9,3	3,0	-0,4	-0,5	-0,5	-5,5	-5,0	-4,5
Österreich	4,6	4,3	2,0	2,8	6,5	2,5	-0,5	0,8	1,0	-5,9	-2,3	-0,4
Finnland	3,5	2,9	2,0	2,1	6,0	2,7	0,5	0,5	0,5	-4,0	-2,5	-1,0
Griechenland	7,9	4,4	3,8	0,6	7,5	2,0	-6,0	-4,0	-3,0	-10,0	-4,0	-1,0
Portugal	4,9	5,0	2,6	0,9	6,0	2,5	-1,1	-0,5	-0,5	-2,8	-3,5	-3,0
Irland	13,4	5,0	4,2	2,4	6,0	2,0	14,0	14,0	13,0	-1,9	-1,7	-0,5
Großbritannien	7,4	3,5	0,6	2,6	8,4	4,6	-2,6	-2,7	-3,1	-5,4	-4,2	-2,2
Dänemark	4,7	3,0	2,0	1,9	1,6	1,6	8,3	7,5	7,0	2,3	0,1	0,5
Norwegen	4,0	4,0	2,0	3,5	2,0	1,5	15,4	6,5	6,0	9,1	0,0	1,5
Schweden	4,6	3,4	2,0	2,7	2,0	1,5	5,5	5,5	5,5	-0,2	-0,5	0,0
Schweiz	3,7	3,0	2,0	0,6	0,7	0,7	9,3	7,5	7,0	-1,9	-0,3	0,2
Tschech. Rep.	3,3	2,8	2,1	3,8	13,9	6,4	-0,2	0,9	1,2	-5,9	-4,4	-3,8
Ungarn	7,1	4,0	2,8	5,1	10,0	6,8	-0,9	0,5	1,2	-6,8	-6,3	-4,8
Polen	5,9	4,5	3,4	5,1	13,0	9,9	-0,6	-1,2	-1,8	-3,4	-6,4	-3,4
USA	5,7	2,8	1,8	4,7	7,8	4,4	-3,6	-3,8	-4,0	-13,1	-5,4	-4,2
Japan	1,7	1,1	1,5	-0,2	1,8	1,2	2,8	1,8	2,2	-7,0	-4,6	-3,9
China	8,1	3,3	5,7	0,9	2,2	2,5	1,8	1,7	1,5	-3,8	-5,5	-5,0
Welt	6,0	3,1	3,3	4,1	7,9	5,1						

\*Inflationsdaten für EU-Länder basieren auf harmonisierten Verbraucherpreisindizes. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen.

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

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

	2020				2021				2022P				2023P			
	2020	2021	2022P	2023P	Q1#	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	-4,6	2,9	2,3	3,0	0,2	0,6	1,2	1,0	0,8	0,8	0,5	0,1				
Privater Konsum	-5,9	0,1	3,1	2,6		0,5	1,5	1,0	0,5	0,5	0,3	0,3				
Staatsausgaben	3,5	3,1	2,6	2,4		1,5	1,0	0,5	0,5	0,6	0,3	0,0				
Anlageinvestitionen	-2,2	1,5	1,7	3,5		0,4	1,4	1,3	1,1	0,6	0,8	0,8				
Ausrüstungen	-11,2	3,4	0,2	4,4		-1,0	2,0	2,0	1,5	0,5	1,0	1,0				
Bau	2,5	0,7	1,0	2,4		1,0	1,0	0,8	0,8	0,5	0,5	0,5				
Lager, %-Punkte	-0,9	1,0	-0,3	0,0		0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0				
Exporte	-9,3	9,9	6,6	3,6		0,8	2,0	1,0	1,0	1,0	0,5	0,0				
Importe	-8,6	9,3	7,1	3,2		1,0	2,2	0,7	0,7	0,7	0,4	0,5				
Nettoexport, %-Punkte	-0,8	0,8	0,1	0,4		0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,2				
Konsumentenpreise (VPI)*	0,5	3,1	6,7	4,5												
Arbeitslosenquote, %	5,9	5,7	5,0	4,9												
Industrieproduktion**	-9,6	4,3	1,0	6,0												
Budgetsaldo, % BIP	-4,3	-3,7	-3,1	-1,8												
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	68,7	69,3	68,0	66,6												
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,0	6,9	5,2	6,0												
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	234	226	203	250												

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

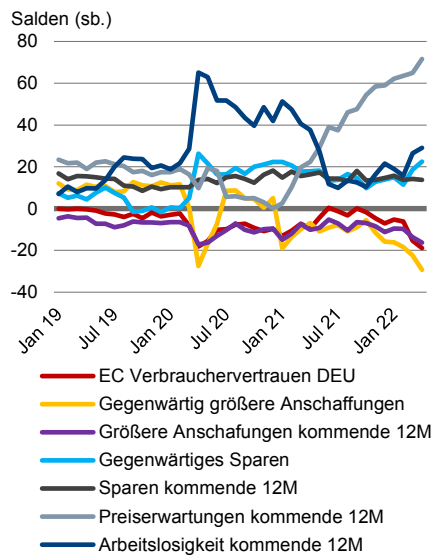
\*Das Statistische Bundesamt veröffentlicht die ausführlichen Ergebnisse am 25. Mai.

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



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

### Deutsche Verbraucher verunsichert: Kaufzurückhaltung, steigende Preise erwartet 1

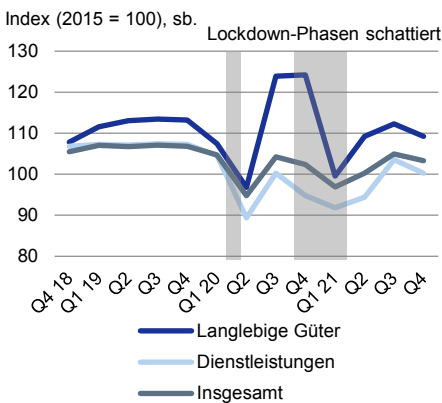


Quelle: Europäische Kommission

## Privater Verbrauch: Kräftiger Gegenwind für große Anschaffungen

- Der russische Einmarsch in die Ukraine, die damit verbundene Unsicherheit und die schon sichtbaren wirtschaftlichen Auswirkungen belasten das Konsumentenvertrauen außergewöhnlich stark. Hinzu kommen die bereits zuvor kräftig gestiegenen Verbraucherpreise.
- Die privaten Haushalte dürften auf die aktuellen Entwicklungen mit einer Zurückhaltung bei größeren Anschaffungen reagieren. Trotz eines kräftigen nominalen Anstiegs in 2022 dürften die verfügbaren Einkommen in realer Rechnung um gut 1% zurückgehen. Durch einen großen statistischen Überhang aus dem Vorjahr und bei einem Rückgriff auf Ersparnisse ist für den privaten Verbrauch dennoch ein Wachstum von rund 3% zu erwarten.
- Eine Unterbrechung der russischen Erdgaslieferungen ist gegenwärtig nicht unser Basisszenario. Daher halten wir an der BIP-Prognose von 2,3% für 2022 fest. Allerdings nehmen die Abwärtsrisiken zu, nicht zuletzt infolge der Lockdowns in China. Sollte es zu einer anhaltenden Unterbrechung der russischen Erdgaslieferungen kommen, könnte die deutsche Wirtschaft in eine schwere Rezession geraten.

### Konsumausgaben der privaten Haushalte im Inland 2



Quelle: Statistisches Bundesamt

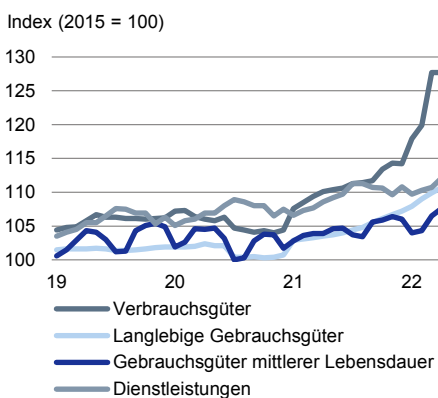
## Konsumentenvertrauen bricht ein, Kaufzurückhaltung ist die Folge

Der russische Einmarsch in die Ukraine und dessen wirtschaftliche Auswirkungen belasten das deutsche Konsumentenvertrauen stark. Hinzu kommen die bereits kräftig gestiegenen Verbraucherpreise (vorl. April: 7,4% gg. Vj.), die nach den Erwartungen der befragten Haushalte noch weiter zulegen könnten. Und als wäre dies nicht genug, dürften die anhaltenden Lieferengpässe infolge der Lockdowns in China die Stimmung zusätzlich drücken. Dieser bittere Mix ließ das GfK-Konsumklima für den Monat Mai auf ein Rekordtief von -26,5 Punkten stürzen. Auch der entsprechende Indikator der Europäischen Kommission markierte im April mit -18,9 Punkten einen Wert, der zuletzt im Krisenjahr 2009 unterschritten wurde.

Nach den jüngsten Umfragen wollen viele private Haushalte auf die aktuellen Entwicklungen vor allem mit einer Zurückhaltung bei größeren Anschaffungen reagieren. Die Kaufneigung für diese meist langlebigen Konsumgüter<sup>1</sup> (auch Gebrauchsgüter) ist gegenwärtig so schwach, wie zuletzt während der ersten Corona-Welle 2020. Zudem wurden im Laufe der Pandemie bereits viele Güter dieser Kategorie neu angeschafft oder ersetzt, sodass auch Sättigungseffekte zu erwarten sind.

Jene Haushalte, die sich dennoch für den Kauf entscheiden, sind mit kräftigen Preisanstiegen konfrontiert. Im April kletterte der Verbraucherpreisindex für langlebige Gebrauchsgüter auf 7,0% gg. Vj. (März: 6,4%). Der Kaufkraftverlust dämpft den Effekt auf den realen Verbrauch bzw. das reale BIP. Das gilt umso mehr, wenn das Budget der Haushalte beschränkt ist und Preisanstiege nicht durch den Rückgriff auf Ersparnisse oder Kreditaufnahme ausgeglichen werden können. Zusätzlich sorgen Lieferengpässe für teilweise sehr lange Wartezeiten und dämpfen auch so den realwirtschaftlichen Effekt der noch vorhandenen Ausgabenbereitschaft. Aus diesen Gründen dürfte die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern zunächst schwach bleiben und die Konjunkturdynamik im Sommerhalbjahr 2022 kaum stützen.

### Deutscher Verbraucherpreisindex verschiedener Verwendungszwecke 3



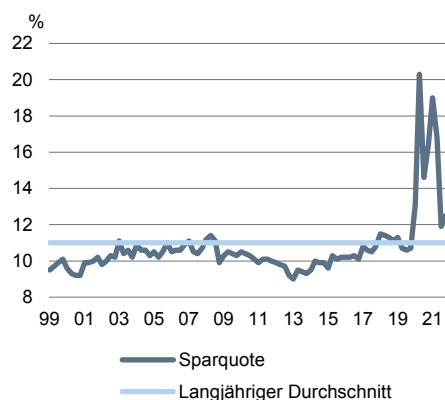
Quelle: Statistisches Bundesamt

<sup>1</sup> ESVG 2010: Langlebige Konsumgüter sind dauerhafte Güter, die von privaten Haushalten während eines Zeitraums von mehr als einem Jahr wiederholt für Zwecke des Konsums verwendet werden.



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

Deutsche Sparquote könnte langjährigen Durchschnitt in 2022 unterschreiten 4



Quelle: Deutsche Bundesbank

Auch bei Dienstleistungen und Gütern geringerer Nutzungsdauer könnten die Preisanstiege zu Einschränkungen bzw. Änderungen im Kaufverhalten führen. Das gilt insbesondere für den rasanten Anstieg bei Verbrauchsgütern. Ein Indiz dürften die schwachen realen Einzelhandelsumsätze in Q1 sein. Im Vergleich zum Dezember 2021 stagnierten sie nahezu. Die Monatsmeldung für den März macht den Kaufkraftverlust besonders deutlich. Nominal lagen die Umsätze 1,4% über dem Vorjahresmonat, während sie in realer Rechnung um 4,4% gg. Vj. schrumpften.

Bei preissensiblen Gebrauchsgütern (geschätzte Preiselastizitäten für Möbel und Autos: ca. -2, d.h. ein Preisanstieg von 1% führt zu einem Rückgang der Nachfrage um 2%), dürften die jüngsten – zum Teil heftigen – Preisanstiege kurzfristig zu einem spürbaren Nachfragerückgang führen. Zum Beispiel stieg der Preisindex für Neuwagen um gut 9% gg. Vj. und der für Gebrauchtwagen sogar um 25%. In Anbetracht der Lieferengpässe stiegen die Preise für Haushaltsgeräte um fast 6%. Andere große Ausgabenposten, die nicht zu den langlebigen Gütern zählen, haben sich ebenfalls deutlich verteuert. Die Preise für Pauschalreisen stiegen im April um 14% gg. Vj., größtenteils ein Einmaleffekt der Pandemie.

### Privater Verbrauch expandiert im Jahr 2022 dank Sondereffekten

In unserem Basisszenario könnten die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte im laufenden Jahr rund 5% zulegen. Sie werden vor allem durch den robusten Arbeitsmarkt, die Rentensteigerung für 21 Mio. Personen (1. Juli, Anhebung Ost: 6,12%, West: 5,35%) und nicht zuletzt durch die Anhebungen des Mindestlohns auf EUR 12 ab Oktober gestützt. In realer Rechnung dürften die verfügbaren Einkommen jedoch um gut 1% zurückgehen, denn die deutsche Inflationsrate könnte im Jahresdurchschnitt 2022 bis auf 6,7% (Basisszenario) klettern. Vor diesem Hintergrund mag es paradox anmuten, dass wir für den privaten Verbrauch im Jahr 2022 dennoch ein Wachstum von real rund 3% erwarten. Davon entfällt ein großer Anteil aber auf den statistischen Überhang aus dem Vorjahr (rund 2,5 %-Punkte). Zudem ist ein graduelles Abschmelzen von etwa 10 bis 15% der während der Pandemie zusätzlich aufgebauten Ersparnisse (etwa EUR 200 Mrd.) möglich. Allerdings sind diese finanziellen Polster ungleich über die privaten Haushalte verteilt. Jene, die nicht in einer so komfortablen Lage sind, könnten gezwungen sein, ihre Sparquote aus dem laufenden Einkommen zu reduzieren oder ihr Kaufverhalten zu ändern.<sup>2</sup> Im volkswirtschaftlichen Aggregat dürfte sich die Sparquote dann schneller ihrem langjährigen Durchschnitt von etwa 11% annähern. Pandemiebedingt lag sie im Jahresdurchschnitt von 2021 noch bei 15%, nach einem Rekordstand von 20,3% in Q2 2020.

Die Annahmen über das Sparverhalten der privaten Haushalte sind jedoch mit einiger Unsicherheit behaftet. So gibt es verschiedene und durchaus gegenläufige Motive für das Konsum- und Sparverhalten. Einerseits könnten Haushalte vorsorglich Ersparnisse bilden wollen, wenn sie annehmen, dass die Risiken allgemein gestiegen sind. Gegenwärtig besteht zum Beispiel eine gewisse Unsicherheit über die Inflationsentwicklung. Dies spiegelt sich in den Haushaltsumfragen im starken Anstieg der Preiserwartungen (siehe Grafik 1) wider. Dementsprechend könnte ein Rückgang der Konsumausgaben erwartet werden. In der Forschung zum Sparverhalten der Haushalte wird dem Vorsichtssparmotiv große Bedeutung beigemessen, da dieser Ansatz einige plausible Erklärungen für verschiedene sogenannte „empirische Konsum-Puzzles“ (excess sensitivity<sup>3</sup>,

<sup>2</sup> Kouvavas, Omiros, Riccardo Trezzi, Bernhard Goldhammer und Jakob Nordeman (2020). Inflation measurement in times of economic distress. In ECB Economic Bulletin, Issue 3, 2020, 39-44.

<sup>3</sup> Flavin, Marjorie A. (1981). The adjustment of consumption to changing expectations about future income. Journal of Political Economy, 89, 974-1009.

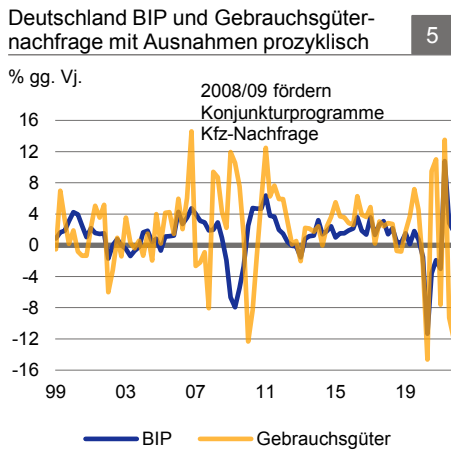


## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

excess smoothness<sup>4</sup> usw.) liefert. Andererseits reduziert der Inflationsanstieg den Realzins (Fisher-Gleichung) und damit den Anreiz zum Sparen. Und um die Dinge noch komplizierter zu machen, kann eine höhere Inflation als „Steuer“ auf Nominalvermögen angesehen werden, was zu einem negativen Vermögens- und Einkommenseffekt führt, und damit wiederum die Ausgabenpläne beschränkt. Trotz drohender Kaufkraftverluste könnten vielleicht auch einige Haushalte ihre Sparquote stabil halten, um individuelle Sparziele zu erreichen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die bisherigen Forschungsergebnisse zu den Reaktionen der Haushalte auf Inflationssschocks nur schwer auf die aktuelle Situation übertragbar sind. Die Ursachen liegen zum einen in der engen Folge der schweren Schocks und zum anderen in der Besonderheit der COVID-Pandemie und ihrer wirtschaftlichen Auswirkungen.

### Zurückhaltung bei langlebigen Konsumgütern bremst Konjunktur



Quelle: Eurostat

Die aktuelle Verunsicherung der privaten Haushalte und die damit verbundene Einschränkung der Ausgabenpläne sind für den Konjunkturverlauf im Sommerhalbjahr 2022 kein gutes Vorzeichen. Gerade bei langlebigen Konsumgütern können die Verbraucher ihr Ausgabenprofil vergleichsweise einfach anpassen, wenn sie den Kauf verschieben und ggf. vorhandene Ausstattung länger weiternutzen oder letztlich sogar ganz verzichten.

Wenngleich der Anteil der Gebrauchsgüter an den Gesamtausgaben der privaten Haushalte deutlich hinter den Verbrauchsgütern und Dienstleistungen zurückbleibt, sind sie doch durch ihre hohe Volatilität umso bedeutender. Zudem weisen sie im Allgemeinen einen ausgeprägten Gleichlauf (d.h. prozyklisch) mit dem Konjunkturzyklus auf und können einen Auf- oder Abschwung besonders verstärken.

Damit sind sie auch für fiskal- und geldpolitische Maßnahmen interessant, wenn es darum geht, den Konjunkturverlauf zu beeinflussen. In den Krisenjahren 2008/09 zielten die deutschen Konjunkturprogramme u.a. auf den Kaufanreiz für Pkw (temporäre Befreiung von Kfz-Steuer, Abwrackprämie). Angesichts der gegenwärtigen Angebotsengpässe ist ein ähnliches Programm derzeit nicht zu erwarten. Vielmehr zielen die aktuellen fiskalpolitischen Entlastungsmaßnahmen darauf, den privaten Verbrauch in der Breite zu stützen. Indirekt könnte davon aber auch der Absatz langlebiger Güter profitieren. In einem eigenständigen Beitrag wollen wir uns der Thematik noch ausführlicher widmen.



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Deutsche Konjunktur im Sommerhalbjahr 2022 – Ruhe vor dem Sturm

Eine Unterbrechung der russischen Gas- und Öllieferungen ist gegenwärtig nicht unser Basisszenario. Daher halten wir an der BIP-Prognose von 2,3% für 2022 fest. Sollte es hier jedoch zu einer anhaltenden Unterbrechung kommen, könnte die deutsche Wirtschaft in eine schwere Rezession geraten.

Zusätzlich zu den wirtschaftlichen Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine baut sich mit der aktuellen Konjunkturabschwächung in China, die mit der restriktiven Zero-COVID-Politik zusammenhängt, ein weiteres Abwärtsrisiko auf. Die jüngsten harten Daten (Industrieproduktion April: -2,9% gg. Vj., Einzelhandelsumsätze: -11,1%) waren schlechter als erwartet. Für das Gesamtjahr 2022 haben wir unsere BIP-Prognose für China auf 3,3% (zuvor 4,4%) gesenkt. Sie liegt damit deutlich unter dem Ziel der Regierung von etwa

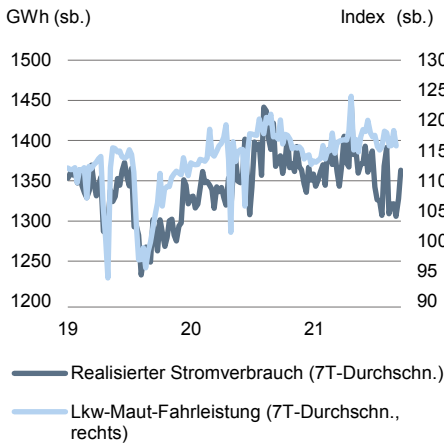
<sup>4</sup> Deaton, Angus (1987). Life-cycle models of consumption: is the evidence consistent with the theory? In Bewley, T. F. (ed.). *Advances in Econometrics*, Vol II (Amsterdam: North-Holland), 121-148.



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

Hochfrequenzdaten deuten auf schwachen Start in Q2 hin

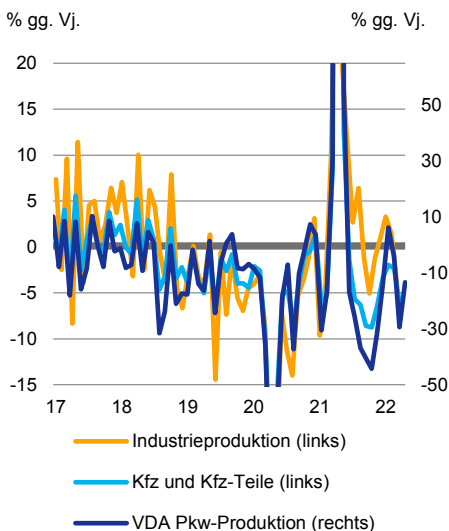
7



Quellen: Statistisches Bundesamt, Bundesnetzagentur, Deutsche Bundesbank

Deutsche Industrieproduktion leidet unter schwachem Autosektor

8



Quellen: VDA, Statistisches Bundesamt

5,5%. Vor diesem Hintergrund ist es kaum verwunderlich, dass sich der Frühindikator der Bundesbank für die globale Industrieproduktion zuletzt merklich abgeschwächt hat.

Materialengpässe und Unterbrechungen der Lieferketten dürften wahrscheinlich bis weit in H2 2022 akut bleiben (bei Halbleitern wahrscheinlich bis 2023). Laut ifo klagten im April 75% aller Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes über Materialengpässe. Die deutlich gestiegenen Preise für viele Vorprodukte (April: +26% gg. Vj., Metalle: +43%) dürften sich bald dämpfend auf die Nachfrage auswirken und könnten damit eine gewisse Entlastung bringen. Die gut gefüllten Auftragsbücher dürften sich aber vorerst nur teilweise auf die Produktion auswirken. Daher haben wir unsere Prognose für die deutsche Industrieproduktion im laufenden Jahr auf 1% (zuvor +3%) gesenkt.

Bislang haben sich die deutschen Wirtschaftsdaten jedoch weitgehend im Einklang mit unseren Erwartungen für H1 2022 entwickelt. Das leicht positive Quartalswachstum in Q1 (vorläufig: 0,2% gg. Vq., Details am 25. Mai) reduziert den potenziellen Revisionsbedarf für unsere BIP-Prognose, falls sich die Wirtschaft gegen Ende des Sommers abschwächt. Ein Abwärtsrisiko besteht vor allem für Q3 (Prognose: 1,2% gg. Vq.), da sich neben den wirtschaftlichen Auswirkungen des Krieges in der Ukraine insbesondere die Lieferengpässe für Waren aus China verschärfen könnten. Unter Berücksichtigung der Transportzeiten auf dem Seeweg würden sich die Lockdowns in China (z.B. Shanghai) dann noch stärker in Europa auswirken.

Bis dahin dürfte das deutsche BIP in Q2 (0,6% gg. Vq.) weiter leicht expandieren. Das an sich kräftige Potenzial der binnenwirtschaftlichen Erholungsdynamik nach dem Ende der meisten pandemiebezogenen Beschränkungen kann sich aufgrund der aktuellen Gegenwinde aber nicht voll entfalten. Wie bereits oben erläutert, haben die kräftig gestiegenen Verbraucherpreise schon jetzt zu Kaufkraftverlusten geführt, die den realen privaten Verbrauch dämpfen. Stützend wirkt die weiter sehr gute Arbeitsmarktlage. Lieferengpässe und Preissteigerungen führen aber nicht nur bei den Haushalten zu Sorgenfalten, sondern behindern auch das Verarbeitende Gewerbe. Die Industrieproduktion (Q1: 0,5% gg. Vq.) könnte in Q2 immer wieder aus dem Tritt geraten und so auch die realen Güterexporte bremsen. Schwache Stromverbrauchsdaten sind ein Indiz dafür.

Die Aufhellung des ifo-Geschäftsklimas im Mai (93 Punkte, +1,1 gg. Vm.) sollte nicht überbewertet werden, da es vor allem von der verbesserten Lagebeurteilung (99,5 Punkte, +2,2 gg. Vm.) getrieben wurde, während die Erwartungen nahezu unverändert blieben. Die gestiegenen Geschäftserwartungen in der Industrie (5,8 Saldenpunkte) dürften großteils auf den bislang ausgebliebenen Gaslieferstopp zurückzuführen sein. Zudem könnte die fortgesetzte Konsolidierung teilweise auch noch eine Reaktion auf den kräftigen Absturz vor zwei Monaten (März: -40,1 Saldenpunkte) sein. Hier werden die Mai-Daten zu den PMIs zeigen, ob sich die Lage- und Erwartungseinschätzungen weiter stabilisiert haben. Materialengpässe und deutliche Preisanstiege bleiben auch für die Bauindustrie ein kräftiger Gegenwind.

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



## Inflation: Mai-Anstieg winkt – noch kein Ende des gegenwärtigen Teuerungsschocks in Sicht

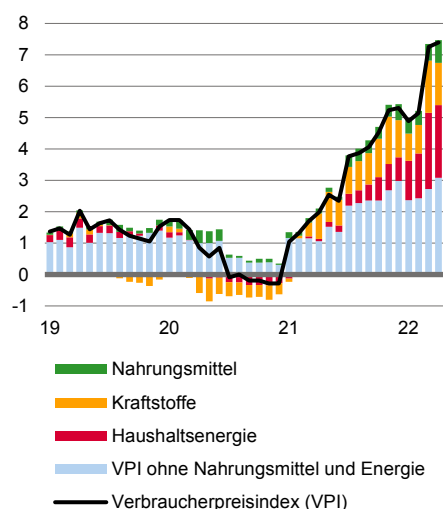
- Unserer Einschätzung dürfte es sich bei der nur noch leicht gestiegenen April-Inflationsrate (auf 7,4%) nicht um den Beginn einer Entspannung, sondern lediglich um eine kurze Verschnaufpause im gegenwärtigen Inflationszyklus gehandelt haben. Schon im Mai dürfte die Inflationsrate wieder kräftiger anziehen (auf geschätzt ca. 7,7%).
- Den gegenwärtigen breit gefächerten Preisauftriebskräften stehen zumindest in den Sommermonaten die inflationsdämpfenden Entlastungsmaßnahmen der Bundesregierung (Abschaffung der EEG-Umlage, temporäre Senkung der Energiesteuer auf Kraftstoffpreise, Einführung 9-Euro-Ticket) entgegen, die die Inflationsrate zunächst um einen guten Prozentpunkt dämpfen könnten.
- Somit ist es nicht ausgeschlossen, dass die Inflationsrate im Juni wieder unter die 7%-Marke zurückfallen könnte. Allerdings dürfte die geplante Wiederanhebung der Energiesteuer auf Kraftstoffe sowie das Auslaufen des 9-Euro-Monatstickets die Inflationsrate schließlich im September wieder erneut nach oben treiben.
- Wann und auf welchem Niveau der Hochpunkt der Inflationsrate erreicht wird, lässt sich derzeit nicht verlässlich sagen. Dennoch gehen wir in unserem Basis-Szenario davon aus, dass die Inflationsrate im Herbst 2022 den Hochpunkt bei Werten von um die 8%-Marke erreichen dürfte – vorausgesetzt es kommt zu keinem Gasembargo gegenüber Russland oder einem von Russland verhängten Lieferstopp für Erdgas.

### Die Kraftstoff- und Heizölpreise haben den Preisauftrieb im April wie erwartet gedämpft

Sinkende Kraftstoffpreise haben die Inflationsrate im April gedämpft

1

% gg. Vj. bzw. Beiträge in Pp.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

Nach dem unerwarteten – stark energiegetriebenen – Teuerungsschock im März (7,3%) ist die national gemessene Inflationsrate (VPI) im April nur noch leicht (auf 7,4%) angestiegen (DB-Prognose: 7,4%). Gleichwohl übertraf der Teuerungsdruck erneut die Markterwartungen (Consensus-Prognose: 7,2%). Die VPI-Inflationsrate lag damit im April so hoch wie zuletzt Mitte der 1970er bzw. Anfang der 1980er Jahre. Mit 7,8% kam die harmonisierte Inflationsrate (HVPI) sogar bereits der 8%-Marke gefährlich nahe (März: 7,6%).

Dass der Inflationsauftrieb im April – im Vergleich zum Vormonat – nur noch geringfügig ausfiel, war im Wesentlichen den kräftigen Preisrückgängen bei Heizöl und Kraftstoffen (Benzin, Diesel) um 15,6% bzw. 5,7% gg. Vm. zu verdanken. Von einer nachhaltigen Entspannung bei den Energiepreisen (-3,1% im April gg. März) kann dennoch keine Rede sein, gerade weil dem rückläufigen Preisauftrieb bei den Heizöl- und Kraftstoffpreisen (auf 77,4% bzw. 38,5% im April von 106,6% bzw. 47,4% gg. Vj. im März) ein ungebrochener Preisauftrieb für Strom (+19,3% im April nach +17,7% im März) und Gas (+33,8% nach +28,8%) gegenüberstand. In der Summe schwächte sich der Energiepreisanstieg für Energie im April auf 35,3% ab (März: 39,5%).

### Allerdings hat der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln und der Kernrate den negativen Energiepreis-Effekt mehr als wettgemacht

Auch an anderen, nicht-energiebezogenen Stellen im Warenkorb hat sich der Preisdruck im April weiter verschärft. Insbesondere die Nahrungsmittelpreise stiegen geradezu sprunghaft an (auf 8,6% von 6,2% gg. Vj. im März). Unter den

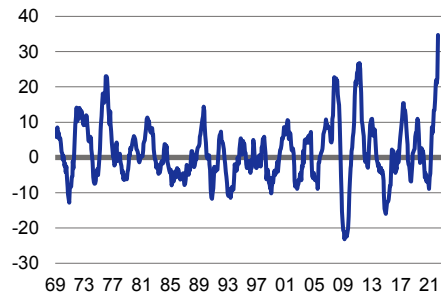


## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

### Stärkster Preisanstieg seit 1969!

2

Erzeugerpreisindex für landwirtschaftliche Produkte, % gg. Vj.

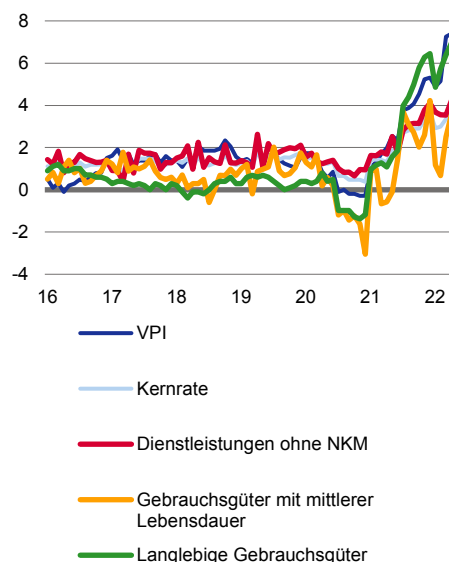


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

### Die Preise steigen auf breiter Front

3

% gg. Vj. (nicht saisonbereinigt)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

Nahrungsmitteln verteuerten sich besonders stark die Preise für Speisefette und Speiseöle (27,3% nach 17,2% gg. Vj. im März), Fleisch- und Fleischwaren (11,8% nach 5,1%), Molkereiprodukte und Eier (9,4% nach 7,2%) sowie Brot- und Getreideerzeugnisse (8,7% nach 6,2%). Aufgrund des außerordentlich hohen Preisauftriebs bei landwirtschaftlichen Erzeugnissen dürften die Lebensmittelpreise ihren kräftigen Aufwärtstrend auch in den kommenden Monaten fortsetzen. Alleine im März sind die Erzeugerpreise für landwirtschaftliche Produkte um 15,1% gegenüber dem Vormonat angestiegen. Somit erreichte der jährliche Preisanstieg mit 34,7% (Februar: 22,5%) den höchsten Stand seit Beginn der Datenerhebungen im Jahr 1961. Aufgrund des Ukraine-Krieges stiegen die Getreidepreise mit 30,3% gg. Vm. bzw. 70,2% gg. Vj. besonders stark.

Aber auch die Preise für Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer und langlebige Gebrauchsgüter verteuerten sich im April kräftig (3,6% bzw. 7,0% nach 2,5% bzw. 6,4% gg. Vj. im März). Der Preisanstieg bei Dienstleistungen erhöhte sich auf 3,2% (von 2,8% gg. Vj. im März) – wobei die Wohnungsmieten nur moderat (1,6% nach 1,5%), die Preise für Dienstleistungen (ohne Nettokaltmieten) aber umso kräftiger (4,2% nach 3,5%) kletterten. In der Folge zog die Kerninflationsrate im April abermals deutlich an (auf 3,8% von 3,4% gg. Vj. im März). Dieser Anstieg belegt, dass der gegenwärtige Preisauftrieb immer mehr an Breite gewonnen hat. Zudem deutet er darauf hin, dass die hohe Inflation nicht so einfach und schnell wieder verschwinden dürfte – was wiederum für eine entschiedene geldpolitische Reaktion der EZB spricht.

Angesichts des äußerst robusten Arbeitsmarktes (die Erwerbstätigkeit bzw. Arbeitslosigkeit haben sich mittlerweile wieder auf ihre Vor-Corona-Niveaus eingependelt) und des sich weiter verschärfenden Demografie-bedingten Fachkräftemangels hat sich das Risiko zuletzt weiter erhöht, dass die demnächst anstehenden Tariflohnverhandlungen (z.B. im bedeutenden Metallgewerbe) eine Preis-Lohn-Spirale in Gang setzen könnten.

### Schon im Mai dürfte sich der Inflationsdruck wieder erhöhen, ...

Nach unserer Einschätzung dürfte es sich bei der nur noch leicht gestiegenen April-Inflationsrate nicht um den Beginn einer Entspannung, sondern lediglich um eine kurze Verschnaufpause im gegenwärtigen Preiserhöhungszyklus gehandelt haben. Schon im Mai dürfte die Inflationsrate wieder recht kräftig anziehen (auf dann schätzungsweise ca. 7,7%).

Auf der einen Seite dürfte sich die Energiepreis-inflation im Mai wieder erhöhen, da sowohl die Kraftstoff- und Heizölpreise zuletzt wieder angezogen haben und zudem die Strom- und Gaspreise ihren Aufwärtstrend fortgesetzt haben dürften. Vor allem bei Strom und Gas bleibt das weitere Preissteigerungspotenzial unserer Einschätzung nach erheblich, da der Preisdruck bei den Großhandels-/Börsenpreisen noch immer beträchtlich ist und die Energieversorger ihre höheren Einkaufspreise bisher erst teilweise an die Verbraucher weitergereicht haben. Doch auch die Kraftstoff- und Heizölpreise könnten im Zuge des vom Westen geplanten Ölembargos gegenüber Russland in den kommenden Wochen abermals kräftig anziehen.

Auf der anderen Seite dürfte der Ukraine-Krieg die Nahrungsmittelpreise aufgrund des Getreide- und Düngemittelmangels noch weiter hochtreiben. Unserer Einschätzung nach könnte die Nahrungsmittelpreis-inflation schon bald zweistellige Werte erreichen. Und schließlich dürften die strikten Lockdown-Maßnahmen in China den angebotsseitigen Preis- und Kostendruck der Unternehmen weiter verschärfen (Stichworte: Materialengpässe, hohe Frachtpreise), was sich schließlich erst mit einer gewissen Zeitverzögerung in (noch) höheren heimischen Warenpreisen niederschlagen dürfte.



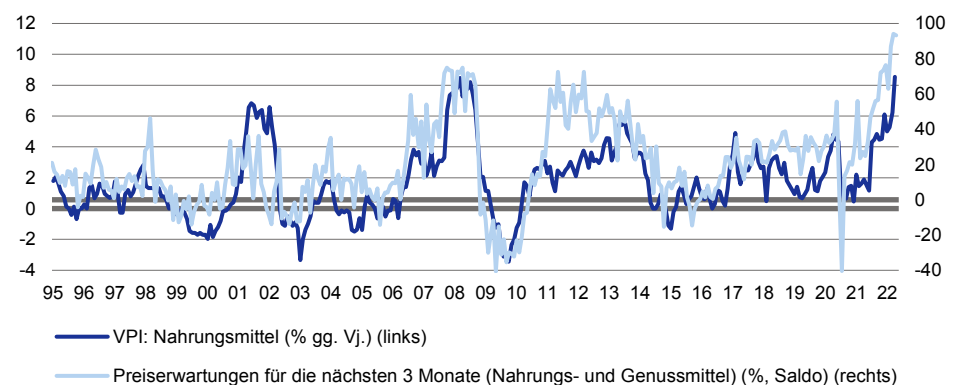
### ... ehe die Entlastungsmaßnahmen die Inflation in den Sommermonaten zunächst wieder dämpfen könnten

Den gegenwärtig breit gefächerten Preisauftriebskräften stehen aber zunächst in den Sommermonaten die inflationsdämpfenden Entlastungsmaßnahmen der Bundesregierung entgegen. In diesem Zusammenhang sind sowohl die auf den 1. Juli 2022 vorgezogene (dauerhafte) Abschaffung der EEG-Umlage als auch die (temporäre) Absenkung der Energiesteuer auf Kraftstoffpreise sowie stark herabgesetzte Ticketpreise für den öffentlichen Personennahverkehr (9-Euro-Monatsticket) für die Dauer von drei Monaten (Juni bis August) zu nennen. Unseren Überschlagsrechnungen nach könnten diese drei Maßnahmen zusammengekommen die VPI-Inflationsrate zwischen Juni und August um einen guten Prozentpunkt dämpfen (Effekt auf die Jahresrate in 2022: ca. 0,4 Prozentpunkte). Vor diesem Hintergrund ist es nicht ausgeschlossen, dass die Inflationsrate über die Sommerzeit (zunächst) wieder unter die 7%-Marke zurückfallen könnte. Allerdings dürfte die geplante Wiederanhebung der Energiesteuer auf Kraftstoffe sowie das Auslaufen des 9-Euro-Monatstickets die Inflationsrate im September wieder entsprechend nach oben treiben.

ifo-Preiserwartungen deuten auf einen hohen Preisdruck für Nahrungsmittel hin

4

Saisonbereinigte Werte



Quellen: WEFA, ifo, Deutsche Bundesbank

### Noch kein Ende des gegenwärtigen Teuerungsschocks in Sicht

Wann und auf welchem Niveau der Hochpunkt der Inflationsrate schließlich erreicht werden wird, lässt sich derzeit nicht verlässlich sagen. Da sowohl der unmittelbare (VPI-Energiekomponente) als auch der mittelbare Preisdruck (Energie als Inputpreistreiber für Waren und Dienstleistungen) stark von der weiteren Entwicklung der Energiepreise (Rohöl, Gas, Strom) – und nicht zuletzt auch vom weiteren Verlauf des Ukraine-Krieges – abhängen dürfte, bleiben die weiteren Inflationsaussichten äußerst unsicher. In unserem Basis-Szenario gehen wir davon aus, dass die Inflationsrate schließlich im Herbst 2022 den Hochpunkt bei Werten von um die 8%-Marke erreichen dürfte – vorausgesetzt, dass es zu keinem Gasembargo gegenüber Russland oder einem vom Russland verhängten Lieferstopp für Erdgas kommt.

Diese Einschätzung setzt darüber hinaus voraus, dass sich die globalen Lieferkettenprobleme und Materialengpässe schließlich im weiteren Jahresverlauf entspannen und in der Folge auch der hohe Preis- und Kostendruck auf Seiten der Unternehmen allmählich nachlässt. Allerdings sei dazu gesagt, dass es im



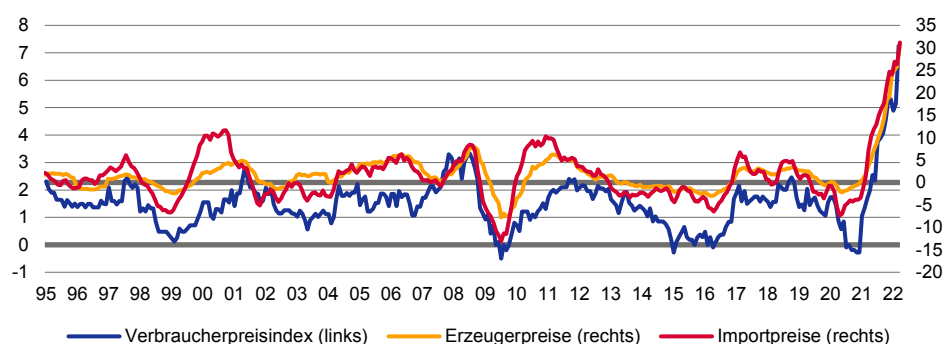
## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

Moment dafür noch keine eindeutigen Anzeichen gibt. Denn sowohl die Erzeugerpreise (für Waren, Dienstleistungen und landwirtschaftliche Produkte) als auch die weltweiten Frachtpreise (d.h. Transportkosten für über die Weltmeere verschifft Importgüter) liegen noch immer auf sehr hohen Niveaus. Und zu guter Letzt deuten auch die Preisänderungsabsichten der Unternehmen darauf hin, dass die Verbraucherpreise zunächst noch weiter kräftig angehoben werden dürften. Einer Umfrage des ifo-Instituts zufolge beabsichtigten im April (im Saldo) 62% der befragten Unternehmen (Durchschnittswert für die gesamte Volkswirtschaft), ihre Preise in den kommenden drei Monaten zu erhöhen – was einen neuen Rekordwert seit Erhebung der Zeitreihe im Jahr 2005 bedeutet.

Der von den Einfuhr- und Erzeugerpreisen ausgehende Inflationsdruck bleibt hoch

5

% gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Inflationsprognose: 6,7% in 2022 und 4,5% in 2023

Für das Gesamtjahr 2022 gehen wir in unserem Basis-Szenario nach wie vor von einem Anstieg der (jahresdurchschnittlichen) Inflationsrate auf 6,7% aus (2021: 3,1%), da der Anstieg der April-Rate sich im Rahmen unserer Erwartungen bewegt hat. Im Jahr 2023 dürfte sich die Inflationsrate unserer Projektionen nach schließlich auf einen Wert von rund 4 ½% ermäßigen. Gleichwohl sei betont, dass mit Blick auf unsere Inflationsprognosen die Aufwärtsrisiken die Abwärtsrisiken nach wie vor bei Weitem überwiegen und nicht davon auszugehen ist, dass die Inflationsdynamik (nach Überwindung des aktuellen Teuerungsschocks) wieder auf Vor-Corona-Niveaus zurückfallen wird.

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



## Staatsfinanzen: Rückkehr zur Schuldenbremse ab 2023 dank Vorratsverschuldung weiterhin möglich

- Den budgetentlastenden Effekten von geschätzt 2 ½ Prozentpunkten vom BIP – die sich dadurch ergeben, dass wesentliche Pandemie-Hilfen zum Beginn der zweiten Jahreshälfte wegfallen, stehen neue Belastungen aufgrund des Ukraine-Krieges und des Energiepreisschocks entgegen. Daher dürfte das öffentliche Defizit auch 2022 über der 3%-Marke liegen.
- Trotz der rekordhohen Neuverschuldung des Bundes von bis zu EUR 238,9 Mrd. im Jahr 2022 (Kernhaushalt plus Bundeswehr-Sondervermögen) gehen wir nicht davon aus, dass es mit dem Beginn des Ukraine-Krieges zu einer Zeitenwende in der deutschen Finanzpolitik gekommen ist (mit dauerhaft großen Finanzierungsdefiziten). Auch wenn in den kommenden Haushaltsjahren erhebliche Ausgabenpolster (von bis zu knapp 7% vom BIP) außerhalb der Schuldenbremse zur Verfügung stehen, dürfte die Schuldenbremse einer dauerhaft übermäßigen Neuverschuldung entgegenwirken.
- Die von Finanzminister Lindner kürzlich angemahnte angebotsorientierte Finanz- und Wirtschaftspolitik bestätigt uns in der Annahme, dass die Bundesregierung die Schuldenbremse im Jahr 2023 nur als „Ultima Ratio“ ein viertes Jahr in Folge aussetzen würde (z.B. im Fall einer schweren Rezession). Dazu gibt es aber im Moment aus konjunktureller Sicht (nahezu geschlossene Output-Lücke in 2023) sowie in Anbetracht der großen finanzpolitischen Puffer für die kommenden Haushaltsjahre (noch) keine hinreichenden Gründe.

### Ukraine-Krieg und Energiepreisschock führen zu neuen Haushaltsbelastungen

Nach dem „fiskalischen Goldregen“ in der Vor-Corona-Zeit (durchschnittlicher Budgetüberschuss von ca. 1,2% vom BIP zwischen 2014 und 2019) dürfte der öffentliche Gesamthaushalt (Bund, Länder, Gemeinden und Sozialversicherungsträger; in Abgrenzung der VGR) nunmehr auch 2022 das dritte Mal in Folge ein großes Finanzierungsdefizit von über 3% vom BIP (Maastricht-Grenze) ausweisen. Denn den budgetentlastenden Effekten von geschätzt 2 ½ Prozentpunkten vom BIP – die sich dadurch ergeben, dass wesentliche Pandemie-Hilfen (Corona-Unternehmenshilfen, Sonderregelungen zum Kurzarbeitergeld) planmäßig zum Beginn der zweiten Jahreshälfte wegfallen – stehen die unmittelbaren (Entlastungspakete) und mittelbaren (automatische Stabilisatoren) Budgetwirkungen des Ukraine-Krieges und Energiepreisschocks entgegen.

Alleine die von der Bundesregierung zwischen Februar und April zur Unterstützung der privaten Haushalte und Unternehmen auf den Weg gebrachten Entlastungsmaßnahmen (Stichworte: vorzeitige Abschaffung der EEG-Umlage, dreimonatiges 9-EUR-Monatsticket, temporärer Tankrabatt, einmalige Energiepreispauschale, Energiehilfen für stark vom Ukraine-Krieg betroffene Unternehmen) dürften den Bundeshaushalt in einer Größenordnung von etwa EUR 36 Mrd. bzw. 1,0% vom BIP belasten (siehe auch [Focus Europe: Shielding: How fiscal policy is absorbing the real income shock](#)). Da der erste (Corona-) Effekt den zweiten (Entlastungspakete-) Effekt deutlich überwiegen dürfte – es sei denn, es kommt noch zu einem Gasembargo oder Lieferstopp Russlands und damit zu einer schweren Rezession und weiteren größeren Fiskalmaßnahmen –, schätzen wir, dass das VGR-Defizit (Maastricht-Definition) in diesem Jahr auf rund 3,1% vom BIP zurückgehen könnte (2020/21: 4,3% bzw. 3,7%).



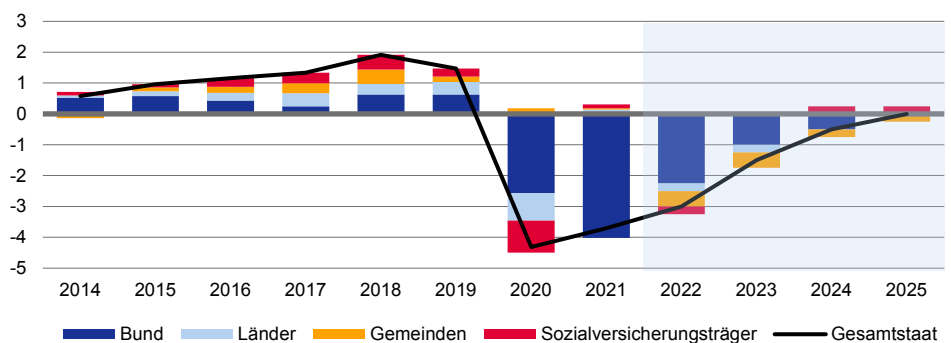
## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

Die Bundesregierung ist hingegen beim Fiskalausblick pessimistischer: So geht sie in ihrem im April vorgelegten Stabilitätsprogramm 2022 davon aus, dass sich das gesamtstaatliche Defizit 2022 auf 3 ¾% vom BIP – und damit einem ähnlich hohen Niveau wie im Jahr 2021 – belaufen dürfte. In diesem Zusammenhang sei jedoch darauf hingewiesen, dass die Bundesregierung das gesamtstaatliche Defizit schon für die beiden Pandemie-Jahre 2020/21 ex-ante wesentlich höher eingeschätzt hat, als es sich ex-post herausgestellt hat. So ging die Bundesregierung z.B. im Frühjahr letzten Jahres von einem Finanzierungsdefizit von bis zu 9% vom BIP im Jahr 2021 aus (siehe Stabilitätsprogramm 2021) (Ist-Wert: 3,7%).

Ausblick der Staatsfinanzen mit Prognosen der Regierung  
(Stabilitätsprogramm, April 2022)

1

Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo (in Abgrenzung der VGR), % BIP

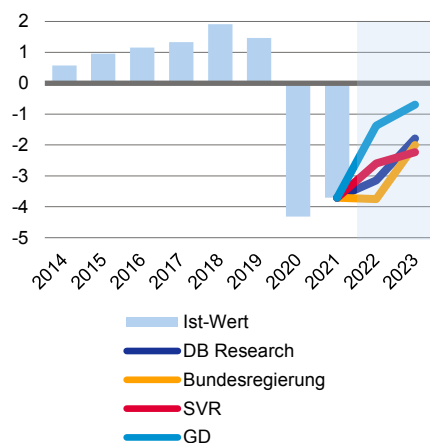


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Staatsdefizit-Prognosen im Überblick  
(Maastricht-Defizit)

2

% BIP (Gesamtstaat - VGR)



Quellen: Statistisches Bundesamt, BMF, SVR, GD, Deutsche Bank Research

Ebenso lagen die Defizitschätzungen der Regierung in den vergangenen Jahren in der Regel deutlich höher als z.B. diejenigen der führenden Wirtschaftsforschungsinstitute (in deren Gemeinschaftsdiagnose; GD) oder des Sachverständigenrats (SVR). So wurde z.B. im Frühjahr 2021 in der GD bzw. vom SVR ein öffentliches Defizit von 4 ½% bzw. 4,1% vom BIP für 2021 prognostiziert (siehe auch GD vom April 2021 bzw. SVR-Konjunkturprognose vom März 2021). Auch für 2022 gehen die Wirtschaftsforschungsinstitute und der SVR von einem deutlich niedrigeren Defizit von „nur“ 1,4% bzw. 2,6% vom BIP aus, wenngleich unserem Verständnis nach in diesen Schätzungen noch nicht alle neuen Fiskalmaßnahmen der Regierung abgebildet sein dürften (siehe auch GD vom April 2022 bzw. SVR-Konjunkturprognose vom März 2022).

### Das öffentliche Defizit dürfte auch 2022 über der 3%-Marke liegen

Wie ein Blick in das aktuelle Stabilitätsprogramm der Regierung vermuten lässt, basiert die 2022er-Maastricht-Defizit-Prognose auf der geplanten Nettoneuverschuldung des Bundes von bis zu EUR 138,9 Mrd. bzw. 3,7% vom BIP (nur Kernhaushalt – ohne Sondervermögen Bundeswehr) (siehe auch Germany Blog: Authorised federal net credit borrowing could spike to EUR 238.9 bn in 2022). Da der Bund unserer Einschätzung nach wohl auch 2022 seinen außerordentlich hohen Ausgabenspielraum nicht vollständig ausschöpfen dürfte – es gibt alleine im Ergänzungshaushalt eine nicht näher spezifizierte Ausgabenreserve von EUR 13,7 Mrd. (bzw. 0,4% vom BIP) –, könnte sich die Defizitprognose für dieses Jahr abermals als zu hoch herausstellen.<sup>5</sup> Gleichwohl könnten

<sup>5</sup> In diese Richtung deutet auch die jüngste Steuerschätzung vom Mai 2022, die für den Bund bzw. Gesamtstaat alleine für 2022 mit Steuermehreinnahmen von EUR 16,9 Mrd. bzw. EUR 40,4 Mrd. rechnet (jeweils im Vergleich zur vorherigen Schätzung im November 2021).



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

z.B. etwaige nicht verausgabte – und in Sondervermögen gehaltene – Haushaltsmittel noch in späteren Haushaltsjahren außerhalb der Schuldenbremse defizitwirksam werden.<sup>6</sup> Damit würde ein geringeres Defizit in diesem Jahr entsprechend höhere Defizite in den Folgejahren nach sich ziehen.

Auch wenn das 2022er Defizit im Vergleich zum Vorjahr sinken dürfte, bleiben die deutschen Staatsfinanzen – ohne umfangreichere aktive Konsolidierungsschritte – perspektiv unter einem großen Finanzierungsdruck (Stichworte: Demografie und stark steigende Sozialversicherungsausgaben; große Finanzbedarfe für die Digitalisierung sowie ökologische Transformation der Volkswirtschaft). Ebenso könnten im weiteren Krisenverlauf (Ukraine-Krieg, Energiepreisschock, Lockdowns in China und anhaltende Lieferkettenprobleme) noch weitere Belastungen für das Wirtschaftswachstum und den Staatshaushalt ins Haus stehen.

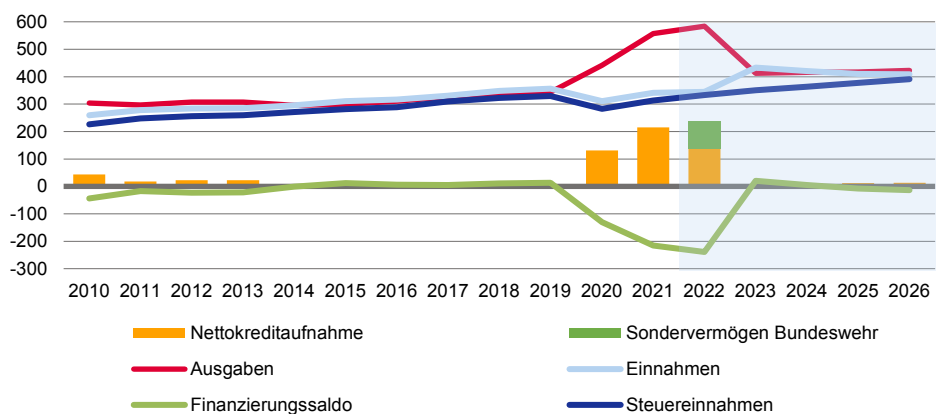
### Verlässt Deutschland seinen stabilitätsorientierten Kurs in der Fiskalpolitik?

Angesichts der rekordhohen Neuverschuldung des Bundes, die 2022 auf bis zu EUR 238,9 Mrd. anschwellen könnte (Kernhaushalt einschließlich Bundeswehr-Sondervermögen von rund EUR 100 Mrd.), stellt sich die Frage, ob es mit Beginn des Ukraine-Krieges auch zu einer Zeitenwende in der gewöhnlich als stabilitätsorientiert geltenden deutschen Finanzpolitik gekommen ist (mit dauerhaft großen Finanzierungsdefiziten). Dies kann heute noch nicht verlässlich beantwortet werden, da vieles vom weiteren – schwer prognostizierbaren – wirtschaftlichen, gesellschaftlichen und politischen Geschehen abhängen wird und der sich stets wandelnde Zeitgeist in der ökonomischen Beurteilung eine nicht zu unterschätzende Rolle spielen kann.

Haushaltsentwurf 2022, Eckwerte 2023 und Finanzplan bis 2026

3

EUR Mrd.



\* Nur Kernhaushalt des Bundes. 2022: Berücksichtigt auch das geplante außerbudgetäre Sondervermögen Bundeswehr.

Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Klar ist aber zumindest, dass der finanzpolitische Spielraum während der Corona-Pandemie deutlich stärker beansprucht worden ist, als es die meisten Beobachter für möglich gehalten haben. Ebenso hat die Bundesregierung – auch trotz großer Finanzlöcher in den Sozialkassen, die sich durch die Alterung

<sup>6</sup> Die Bundesregierung hat die Buchungsregel der Schuldenbremse geändert. Fortan wird (mit Blick auf Zuweisungen an Sondervermögen) die Nettokreditaufnahme im Kernhaushalt unmittelbar auf die Schuldenbremse angerechnet und nicht wie zuvor erst bei der Verausgabung der Zuweisungsmittel von den Sondervermögen.



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

---

noch erheblich vergrößern dürften – noch keine nachhaltige Strategie zur Sicherung der langfristigen Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen vorgelegt. Vielmehr scheint sie auch trotz Dauerkrise ohne größere Abstriche an ihren bisherigen Ausgabenplänen (öffentliche Investitionen, Sozialpolitik) festhalten zu wollen. Ebenso lehnt sie auch weiterhin höhere Steuern zur (mindestens teilweisen) Gegenfinanzierung kategorisch ab. Andererseits bleibt aber auch festzuhalten, dass die finanzpolitische Reaktion Deutschlands in der Corona-Pandemie im internationalen Maßstab noch immer recht moderat anmutet, was in der Tendenz für eine Fortführung der stabilitätsorientierten Finanzpolitik spricht.

Ein weiteres Argument für eine Fortsetzung eines mehr oder weniger stabilitätsorientierten Kurses in der deutschen Fiskalpolitik dürfte die im Grundgesetz verankerte Schuldenbremse sein, die einer dauerhaft übermäßigen Neuverschuldung entgegenwirken dürfte – auch wenn der nach der Verfassung gewährte Spielraum (insbesondere auf Bundesebene) von der vorherigen und der jetzigen Regierung unter Verweis auf die Notlagen-Klausel relativ weit ausgelegt worden ist. Einige Punkte gingen der jetzigen CDU/CSU-Opposition sogar so weit, dass sie im April eine Klage gegen den von der neuen Regierung beschlossenen, zweiten Nachtragshaushalt 2021 beim Bundesverfassungsgericht eingereicht hat. Unabhängig von der Beurteilung durch das Verfassungsgericht dürfte auch die mitregierende FDP nicht so schnell von ihrem prioritären Ziel abrücken, die Bundesschuldenbremse wieder ab dem Haushaltsjahr 2023 formal einhalten zu wollen. Finanzminister Christian Lindner bezeichnete diese jüngst als „Goldstandard in der Staatsfinanzierung“. Darüber hinaus hat er kürzlich eine – von einigen Beobachtern wohl ganz anders verstandene Art von – Zeitenwende für die deutsche Finanzpolitik im Rahmen eines Strategie-Papieres ins Spiel gebracht (siehe auch [Bundesfinanzministerium: Finanzpolitik in der Zeitenwende – Wachstum stärken und inflationäre Impulse vermeiden](#)).

Darin skizziert Finanzminister Lindner seine Vorstellungen von einer auf einem „ordoliberalen marktwirtschaftlichen Politikansatz“ fußenden Finanz- und Wirtschaftspolitik, „die das Wachstum angebotsseitig erhöht, ohne der Inflation zusätzlichen Auftrieb zu geben“. Eine solche „zukunftsorientierte“ Politik schließt seiner Meinung nach breit angelegte Ausgabenprogramme und sonstige staatliche Nachfrageimpulse (wie z.B. umfangreiche Transfers oder höhere konsumptive Ausgaben) aus, die über eine begrenzte Stabilisierungsfunktion in Krisenphasen hinausgehen. Um die „fiskalische Resilienz“ des deutschen Staates auch künftig sicherzustellen, spricht er sich konkret für die Einhaltung der Schuldenbremse und die Rückführung der Schuldenquote aus. Auf der europäischen Ebene macht er sich gleichzeitig für gemeinsame Fiskalregel stark, die zu einer glaubwürdigen Reduktion der Staatsschuldenquoten führen.

Auch wenn ein solcher „angebotsorientierter“ Kurs in der Finanzpolitik von allen drei Koalitionspartnern getragen werden müsste, hat Finanzminister Lindner damit abermals klargemacht, dass sich die deutsche Finanzpolitik seiner Meinung nach nicht auf immer höheren (nachfrageorientierten) Ausgabenpfaden bewegen sollte, sondern schließlich über eine (angebotsorientierte) Finanzpolitik einen nachhaltigen Konsolidierungsprozess (Stichwort: Handlungsspielräume für künftige Krisen wiederherstellen) einschlagen sollte.

### Die Bundesregierung verfügt über erhebliche Rücklagenpolster

Ob man sich innerhalb der Koalition tatsächlich auf eine solche Kursänderung verständigen kann, bleibt abzuwarten. Nichtsdestotrotz bestätigt dies uns in unserer Einschätzung, dass die Bundesregierung die Schuldenbremse 2023 nur als „Ultima Ratio“ ein viertes Jahr in Folge aussetzen würde (für den Fall einer tiefgreifenden Wirtschaftskrise z.B. ausgelöst über einen Lieferstopp russischer Gasimporte). Dazu gibt es aber im Moment aus konjunktureller Sicht (nahezu



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

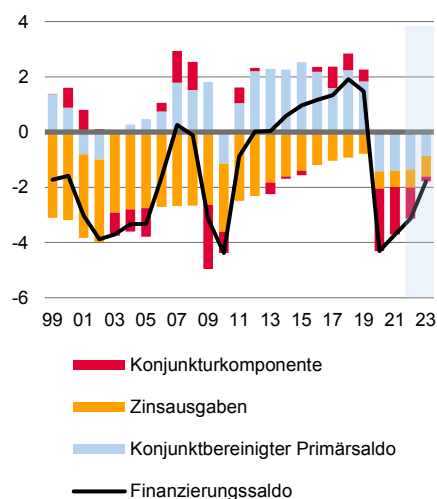
geschlossene Output-Lücke in 2023) sowie in Anbetracht der großen finanzpolitischen Puffer für die kommenden Haushaltsjahre (noch) keine hinreichenden Gründe. Nach Einschätzung der Deutschen Bundesbank verfügt die Bundesregierung mittlerweile über Rücklagen von insgesamt rund EUR 160 Mrd. (siehe Monatsbericht Februar 2022), was ungefähr 4 ½% der für 2022 prognostizierten Wirtschaftsleistung entspricht. Der Unabhängige Beirat des Stabilitätsrates beziffert die Ausgabenpuffer sogar auf rund 5% vom BIP (siehe auch seine Stellungnahme vom 26. April 2022). Dazu kämen noch die für das Bundeswehr-Sondervermögen beabsichtigten Kreditmittel von rund EUR 100 Mrd. (bzw. 2,7% vom BIP), die zur außerbudgetären Stärkung der Verteidigungsfähigkeit graduell über den Finanzzeitraum bis 2026 verausgabt werden dürften.

In der Summe dürfte dem Bund somit ein zusätzlicher Finanzspielraum von EUR 260 Mrd. (bzw. 6,9% vom BIP) zur Verfügung stehen, den er außerhalb der Schuldenbremse nutzen kann. Bei einer gleichmäßigen Verteilung über die kommenden fünf Jahre könnte dies den Ausgabenspielraum des Bundes – und damit auch die gesamtstaatlichen VGR-Defizite – um rund EUR 50 Mrd. pro Jahr bzw. etwa 1 ¼ Prozentpunkte vom BIP vergrößern. Zu einem Großteil bestehen diese Rücklagen aus – in vergangenen Haushaltsjahren gewährten, jedoch noch nicht angezapften – Kreditreserven (wie z.B. eine allgemeine Rücklage von ca. EUR 48 Mrd. oder die mit dem 2. Nachtragshaushalt 2021 an den Energie- und Klimafonds transferierten überschüssigen Haushaltsmittel von rund EUR 60 Mrd.). Da diese Kreditaufnahmeermächtigungen bereits formal auf die Schuldenbremse angerechnet worden sind (u.a. auch mit Verweis auf die Notlagen-Klausel), schränkt eine künftige – defizit- und schuldenwirksame – Beanspruchung dieser Mittel auch nicht mehr den zukünftigen Finanzspielraum unter der Schuldenbremse ein.

DB-Prognosen: Maastricht-Defizit dürfte 2022/23 rückläufig sein

4

% BIP (Gesamtstaat nach VGR)



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

### Rückkehr zur Schuldenbremse ab 2023 weiterhin möglich

Wir gehen davon aus, dass es gerade aufgrund dieser Art von „Vorratsverschuldung“ der Bundesregierung – trotz des Ukraine-Krieges und hoher Ausgabenpläne – gelingen dürfte, ab 2023 wieder formal die Vorgaben der Schuldenbremse einzuhalten. Eine formale Rückkehr zur Schuldenbremse ab dem Haushaltsjahr 2023 ist aber gerade aufgrund der geplanten Rücklagennutzung nicht mit einer abrupten und scharfen Konsolidierung der Bundesfinanzen zu verwechseln. So dürften die gesamtstaatlichen VGR-Defizite auch in den kommenden Haushaltsjahren deutlich über der strukturellen Nettoneuverschuldungsgrenze (des Bundes) von 0,35% vom BIP liegen, was nach Meinung einiger Beobachter im Widerspruch zur eigentlichen Intention der Schuldenbremse (wie z.B. Begrenzung der strukturellen Verschuldung und einer Verstetigung der Finanzpolitik) steht. Mit Blick auf die Fiskalprognosen der Bundesregierung von 2022 bis 2026<sup>7</sup> stellt der Unabhängige Beirat des Stabilitätsrates fest, dass die Defizitprognosen für die Jahre 2022 bis 2024 zu hoch und ab dem Haushaltsjahr 2025 zu niedrig angesetzt worden seien. Dies impliziert, dass das Staatsdefizit bis zum Jahr 2024 fallen dürfte, sich jedoch ab dem Jahr 2025 wieder ausweiten könnte.

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

<sup>7</sup> Diese lauten wie folgt: 3 ¾% vom BIP (2022), 2% (2023), 1 ¾% (2024), 1% (2025) und ½% (2026).



## Fortschritte bei der Verringerung der Energieimporte aus Russland – mittelfristige Herausforderungen für die Gasversorgung

- In den letzten Wochen hat Deutschland Fortschritte dabei erzielt, die Abhängigkeit von Energielieferungen aus Russland zu verringern. Der Anteil der Ölimporte aus Russland an den gesamten deutschen Ölimporten ist auf 12% gesunken. Im Jahr 2021 waren es noch rd. 35%. Bei der Steinkohle ist der Anteil der Einfuhren aus Russland von über 50% im Jahr 2021 auf nur noch 8% zurückgegangen.
- Die ehrgeizigste politische Aufgabe bleibt es, die Abhängigkeit von russischen Gaslieferungen zu reduzieren. Der Anteil der russischen Gaseinfuhren an den deutschen Gesamteinfuhren ist bereits auf 35% gesunken (von 55%). Um die LNG-Einfuhren in Zukunft zu diversifizieren, hat Deutschland beschlossen, zwei neue LNG-Terminals an seinen Küsten zu bauen. Da dies etwa 3 bis 4 Jahre dauern wird, soll die Installation von sogenannten Floating Storage and Regasification Units (FSRU) diese Zeitspanne überbrücken. In Verbindung mit Maßnahmen zur Reduktion des Gasverbrauchs in privaten Haushalten und Unternehmen könnte der Anteil der russischen Gasimporte an den Gesamtimporten bis 2024 auf 10% sinken.
- Die Umstellung von russischem Pipelinegas auf LNG-Importe wird auch mittelfristig eine große Herausforderung für die deutsche Wirtschaft und Gesellschaft darstellen. Die weltweite Nachfrage nach LNG dürfte in den kommenden Jahren schneller steigen als das Angebot. LNG-Gas wird also teurer bleiben als Pipeline-Gas. Dies ist eine Belastung für energieintensive Branchen in Deutschland mit hohem Gasverbrauch und für Branchen wie die Stahlindustrie, in der Erdgas eine Brückentechnologie zwischen Steinkohle und grünem Wasserstoff sein soll. Auch im Stromsektor soll Erdgas als Back-up-Technologie fungieren, bis erneuerbare Energien den Löwenanteil der deutschen Stromversorgung übernehmen können. Zudem soll es den angestrebten Ausstieg aus der Kohle im Stromsektor bis (idealerweise) 2030 ermöglichen. Schließlich sind die mittelfristig höheren Gaspreise auch für viele private Haushalte in Deutschland eine finanzielle Belastung. Nahezu 50% aller bestehenden Wohneinheiten in Deutschland werden mit Gas beheizt.

### Öl: Nur noch eine Raffinerie erhält Öl aus Russland

In den letzten Wochen hat Deutschland Fortschritte bei der Verringerung seiner Abhängigkeit von Energielieferungen aus Russland gemacht. Laut dem 2. Fortschrittsbericht zur Energiesicherheit von Anfang Mai ist der Anteil der Ölimporte aus Russland an den gesamten deutschen Ölimporten auf 12% gesunken. Im Jahr 2021 waren es noch rund 35%. Lieferverträge mit Russland sind nicht verlängert worden, sodass Deutschland in der Lage ist, Öl aus anderen Ländern zu beziehen. Es gibt noch eine Raffinerie in Ostdeutschland (Schwedt), die derzeit vollständig mit Pipeline-Öl aus Russland versorgt wird und wichtig ist, um die regionale Nachfrage nach Öl und Raffinerieprodukten wie Benzin und Diesel zu decken. Es gibt Pläne, die Raffinerie mit Ölimporten über die Häfen in Rostock oder Danzig zu versorgen. Die Raffinerie befindet sich mehrheitlich im Besitz des staatlichen russischen Energiekonzerns Rosneft. Da das Bundeswirtschaftsministerium es als unwahrscheinlich ansieht, dass ein russisches Unternehmen freiwillig die Ölimporte aus Russland reduziert, wird über eine zunehmende staatliche Einflussnahme diskutiert, die eine Verstaatlichung der Raffinerie in Schwedt nicht ausschließt. Das würde dazu beitragen, den russischen Einfluss zu verringern und für mehr Energiesicherheit zu sorgen.



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

Die EU-Kommission hat Anfang Mai ein Embargo für Ölimporte aus Russland vorgeschlagen, das schrittweise eingeführt werden soll. Die EU-Mitgliedstaaten haben sich noch nicht auf eine endgültige Position geeinigt, da Ungarn stark von Importen aus Russland abhängig ist und mehr Zeit und (finanzielle) Unterstützung für die Umstellung auf andere, teurere Quellen gefordert hat. Jüngsten Medienberichten zufolge haben sich die Zweifel verstärkt, ob eine einstimmige Einigung aller EU-Mitgliedstaaten überhaupt erreicht werden kann.

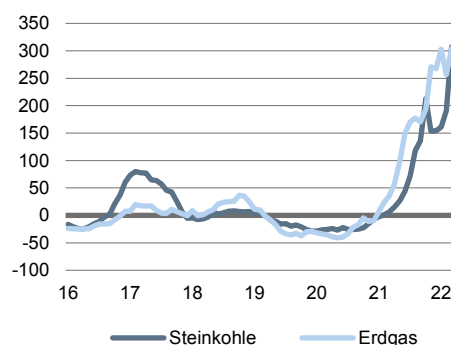
### Steinkohle: EU-Embargo gegen russische Kohleimporte ist in Kraft getreten

Das EU-Embargo für Kohleimporte aus Russland ist Anfang April 2022 in Kraft getreten. Für bestehende Verträge gilt eine Übergangsfrist, die bis zum 10. August 2022 dauert. Neue Verträge zum Kauf von Kohle oder anderen festen fossilen Brennstoffen sind nicht zulässig. Diese Regelungen sind Teil des 5. Sanktionspakets gegen Russland. Deutsche Energieversorger und Industriezweige, die Kohle verwenden, etwa die Stahlindustrie, haben es bereits geschafft, ihre Versorgung zu diversifizieren. Laut dem 2. Fortschrittsbericht zur Energiesicherheit ist der Anteil der Steinkohleimporte aus Russland auf nur noch 8% von über 50% im Jahr 2021 gesunken. Im Stromsektor war der Anteil der Steinkohle, die in deutschen Kraftwerken verfeuert wurde, im letzten Jahr sogar noch höher. Der globale Kohlemarkt ist recht liquide, auch wenn Deutschland jetzt höhere Preise für Kohle zahlen muss als bei früheren (langfristigen) Vereinbarungen mit Russland. Der deutsche Index für die Importpreise für Steinkohle ist im März 2022 um mehr als 300% gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Diese höheren Kosten sind eine wirtschaftliche Belastung für energieintensive Industriesektoren, die Kohle verwenden. Dies betrifft vor allem die Stahlindustrie, die durch die angestrebte Transformation hin zu einem höheren Anteil der Stahlproduktion auf Basis von (grünem) Wasserstoff bereits herausgefordert ist und massiv in neue Anlagen und die entsprechende Infrastruktur investieren muss, wenn sie ihre Klimaziele erreichen will.

Die Nachfrage des deutschen Stromsektors nach Steinkohle könnte 2022 steigen, um eine geringere Stromerzeugung mit Gaskraftwerken zu kompensieren. Der Schwerpunkt der Gasnutzung wird voraussichtlich auf industriellen Zwecken, dem Auffüllen von Gasspeichern und der Raumheizung liegen, sobald die Heizperiode im Herbst wieder beginnt (siehe unten). So könnten Versorgungsunternehmen (weiter) von Gas auf Kohle umsteigen. Infolgedessen könnte die Kapazitätsauslastung der Steinkohlekraftwerke im Jahr 2022 zulegen. Im Jahr 2021 lag deren durchschnittliche Auslastung nur bei 31%. Außerdem könnten die zur Stilllegung vorgesehenen Kohlekraftwerksblöcke (Kohleausstieg) länger am Netz bleiben oder in die strategische Reserve überführt werden.

#### Steigende Importpreise

Importpreise in Deutschland, % gg. Vj.



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Gas: Regierung strebt schnellen Ausbau der LNG-Infrastruktur an

Es ist nach wie vor die ehrgeizigste politische Aufgabe, die Abhängigkeit von russischen Gaslieferungen zu verringern. Die direkten Gasimporte Deutschlands sind ausschließlich Pipelinegas. Russland war in den letzten Jahren mit einem durchschnittlichen Anteil von 55% der wichtigste Lieferant vor Norwegen und den Niederlanden. Vor dem Krieg hat Deutschland LNG nur indirekt über das europäische Gasnetz und in kleinen Mengen erhalten. In den ersten Monaten des Jahres 2022 ist es Deutschland jedoch gelungen, die (indirekten) LNG-Importe auf ein neues Rekordhoch zu steigern. Zudem liefern die Niederlande und Norwegen derzeit mehr Erdgas über Pipelines als noch 2021. Dadurch ist der Anteil der russischen Gasimporte an den deutschen Gesamtimporten zuletzt bereits auf 35% gesunken. Gleichzeitig ist der Füllstand der Gasspeicherkapazi-



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

---

täten in Deutschland auf über 42% gestiegen und liegt damit über den jeweiligen Füllständen der letzten Jahre, mit Ausnahme des Jahres 2019. Auch auf dem Gasmarkt gab es erhebliche Preiseffekte. Die deutschen Importpreise für Erdgas sind im März 2022 um 338% gegenüber dem Vorjahr gestiegen.

Um die LNG-Importe in Zukunft zu diversifizieren, hat Deutschland beschlossen, zwei neue LNG-Terminals an seinen Küsten zu bauen. Da dies etwa 3 bis 4 Jahre in Anspruch nehmen wird, soll die Installation von sogenannten Floating Storage and Regasification Units (FSRU) diese Zeitspanne überbrücken. Deutschland hat die ersten Vorkehrungen getroffen, um solche FSRUs bereits im nächsten Winter in Betrieb zu nehmen. Die ersten dieser Anlagen könnten bereits im Winter 2022/23 rund 16% der (hohen) russischen Gasimporte des Jahres 2021 ersetzen; das entspricht Gasimporten über FSRUs von 7,5 Mrd. m<sup>3</sup>. Insgesamt plant Deutschland, bis 2024 vier dieser Anlagen zu mieten. In der Endstufe könnten bis 2024 LNG-Importe von rund 33,5 Mrd. m<sup>3</sup> über FSRUs generiert werden. Zusammen mit Maßnahmen zur Reduktion des Gasverbrauchs in privaten Haushalten und Unternehmen könnte der Anteil russischer Gasimporte an den Gesamtimporten auf 10% im Jahr 2024 sinken.

Angesichts der hohen Abhängigkeit von russischem Gas nicht nur in Deutschland, sondern auch in vielen anderen EU-Mitgliedstaaten, ist ein EU-Embargo für Gasimporte aus Russland derzeit noch nicht absehbar. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob Russland seine Gaslieferungen an die EU einstellen oder reduzieren wird. Das Land hat angekündigt, für Energiekäufe aus „unfreundlichen Staaten“ nur noch Rubel zu akzeptieren. Eine endgültige Klärung der Frage, wie man für russisches Gas bezahlen kann, ohne gegen die eigenen Sanktionen zu verstoßen, steht noch aus. Allerdings hat Russland auf der Grundlage dieses Dekrets bereits die Gaslieferungen an Polen und Bulgarien eingestellt. Darüber hinaus hat Russland Anfang Mai einige europäische Niederlassungen russischer Energieunternehmen auf eine Sanktionsliste gesetzt. Dieses Dekret besagt, dass kein russisches Unternehmen Geschäfte mit Unternehmen auf der Sanktionsliste machen darf. Sie dürfen auch nicht die Verpflichtungen aus bestehenden Verträgen erfüllen.

Es ist noch unklar, wie sich diese gegenseitigen Sanktionen auf die Gaslieferungen aus Russland in die EU auswirken werden und wie flexibel die Rechtsauslegung auf beiden Seiten sein könnte. Bislang sind die Gasimporte über die wichtigste Pipeline für Deutschland, Nord Stream 1, auf hohem Niveau stabil. Es ist jedoch klar, dass ein Stopp der Gaslieferungen aus Russland in die EU kein unrealistisches Szenario ist. Sollte Russland beschließen, die Gaslieferungen an Deutschland (und andere EU-Länder) einzustellen, müsste die Rationierung von Gas für die industrielle Nutzung mehr oder weniger sofort erfolgen, obwohl die Heizperiode vorbei ist. Die deutsche Bundesnetzagentur hat kürzlich angekündigt, dass der Gasverbrauch im Freizeitbereich (z. B. in Schwimmbädern) zuerst rationiert werden würde. Privathaushalte, kritische öffentliche Infrastrukturen und kleine Gewerbetunden würden vorrangig behandelt. Medienberichten zufolge kündigte die Bundesnetzagentur an, dass Sektoren mit hoher Relevanz für die Grundversorgung (Lebensmittel, medizinische Versorgung) und Sektoren, in denen ein physischer Engpass in der Gasversorgung hohe betriebs- und volkswirtschaftliche Kosten verursachen würde, ebenfalls vorrangig versorgt werden. Dennoch müssten auch einige energieintensive Sektoren rationiert werden.

### Bedeutende mittelfristige Herausforderungen

Die Umstellung von russischem Pipelinegas auf LNG-Importe wird auch mittelfristig eine große Herausforderung für die deutsche Wirtschaft und Gesellschaft darstellen. Es ist zu erwarten, dass die weltweite Nachfrage nach LNG in den nächsten Jahren schneller steigen wird als das LNG-Angebot. LNG-Gas dürfte teurer bleiben als Pipeline-Gas. Dies ist eine Belastung für energieintensive



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

---

Branchen in Deutschland mit einem hohen Gasverbrauch. Allein die chemische Industrie in Deutschland verbraucht fünfmal so viel Gas wie Dänemark insgesamt. Diese Sektoren haben in der Vergangenheit von stabilen (und recht billigen) Gaslieferungen aus Russland profitiert und müssen nun für die Zukunft höhere Gaspreise einkalkulieren.

Höhere Gaspreise sind auch ein Problem für die Stahlindustrie und andere Sektoren, die Gas als Überbrückungsenergie nutzen wollen, um von Kohle auf grünen Wasserstoff umzusteigen. Die Stahlindustrie plant, große Teile ihrer Produktionskapazitäten umzurüsten oder neu zu bauen. Ziel ist es, von der CO<sub>2</sub>-intensiven Kohle als Reduktionsmittel auf ein direktes Reduktionsverfahren umzusteigen, idealerweise auf Basis von grünem Wasserstoff. Da grüner Wasserstoff noch einige Jahre knapp und teuer bleiben wird, soll Erdgas in die Bresche springen (die neuen Anlagen sollen so gebaut werden, dass sie Erdgas oder Wasserstoff nutzen können). Durch die höheren Gaspreise wird die Umstellung in der Stahlindustrie teurer werden.

Auch im Stromsektor soll Erdgas die Zeit überbrücken, bis die erneuerbaren Energien den Löwenanteil der deutschen Stromversorgung übernehmen können. Zudem sollen Gaskraftwerke den angestrebten Ausstieg aus der Kohle im Stromsektor bis (idealerweise) 2030 ermöglichen. Mit der weiteren Elektrifizierung der Wirtschaft wird der jährliche Strombedarf in Deutschland steigen. Darüber hinaus wird die Spitzenlast in den Wintermonaten zunehmen, wenn mehr Häuser mit elektrischen Wärmepumpen ausgestattet, mehr industrielle Prozesse elektrifiziert und mehr Elektroautos unterwegs sind. Die Ampelkoalition erkennt an, dass neue Gaskraftwerke, die auch mit Wasserstoff betrieben werden können, notwendig sind, um die Herausforderungen im Zusammenhang mit der Schwankungsanfälligkeit der erneuerbaren Energien und der Saisonalität der Nachfrage zu bewältigen. Deutschland braucht diese Reservekapazitäten, um die Stromversorgung in Notzeiten sicherzustellen, etwa wenn die Nachfrage in kalten Wintern nicht allein durch erneuerbare Energien gedeckt werden kann. Höhere Gaspreise werden diese Umstellung verteuern.<sup>8</sup>

Schließlich sind die mittelfristig höheren Gaspreise auch für viele private Haushalte in Deutschland eine finanzielle Belastung. Nahezu 50% aller bestehenden Wohneinheiten in Deutschland werden mit Gas beheizt. Ein schneller Umstieg auf andere Technologien (elektrische Wärmepumpen) ist angesichts des Fachkräftemangels in den entsprechenden Handwerksberufen und der finanziellen Restriktionen der Hausbesitzer nicht realistisch. Die privaten Haushalte werden also höhere Heizkosten zu tragen haben als in den früheren Zeiten niedrigerer Gaspreise.

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

---

<sup>8</sup> Für weitere Argumente zur Rolle von Gas im deutschen Stromsektor siehe Heymann, Eric (2022). Die deutsche Energieversorgung an einem historischen Wendepunkt. Deutsche Bank Research. Deutschland Monitor. Frankfurt am Main.



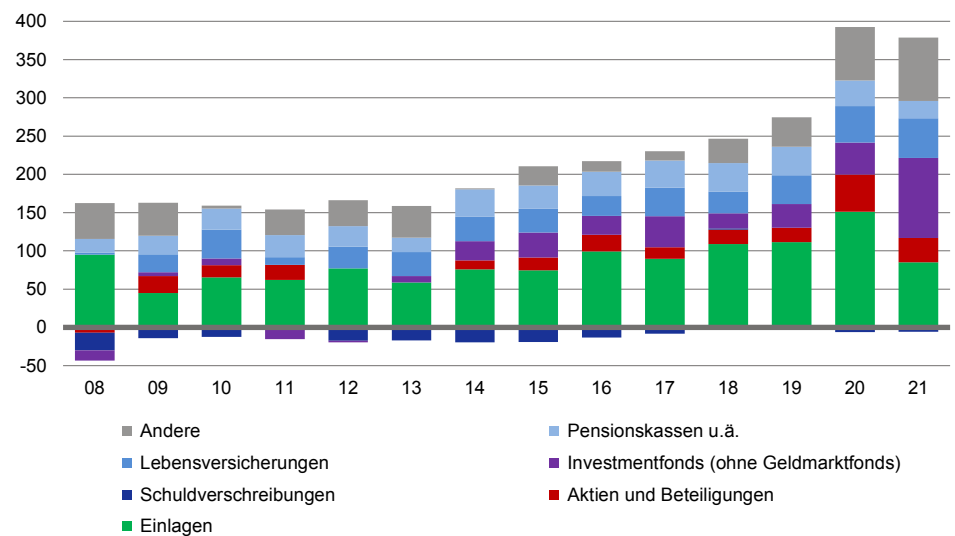
## Finanzen der privaten Haushalte 2021: Einlagen verlieren an Beliebtheit – Boom bei Baukrediten hält an

- Im Jahr 2021 erhöhten die privaten Haushalte in Deutschland ihr Finanzvermögen um EUR 373 Mrd. – ein sehr großer Zuwachs, zu dem der Anstieg des nominalen Einkommens beitrug sowie die eingeschränkten Konsummöglichkeiten während der Lockdowns.
- Angesichts negativer Nominalzinsen und steigender Inflation verabschiedeten sich die Haushalte von ihrer jahrelangen Präferenz für Bankeinlagen. Mit EUR 85 Mrd. waren die Zuflüsse zwar noch beträchtlich, lagen aber 43% unter dem Rekordzuwachs des Vorjahres. Die Neuanlage in Investmentfonds und Lebensversicherungen erreichte dagegen Allzeithochstände.
- Die Vergabe von Bankkrediten an die Privathaushalte nahm weiter zu aufgrund des anhaltenden Booms bei Immobilienkrediten (netto EUR 78 Mrd. an neuen Darlehen). Gleichzeitig wurden Konsumentenkredite zurückgezahlt (EUR -1,4 Mrd.).

### Pandemie führt zu Anstieg der Ersparnisse – Inflation macht Einlagen unattraktiv

1

Bildung von neuem Finanzvermögen (netto) in Mrd. EUR

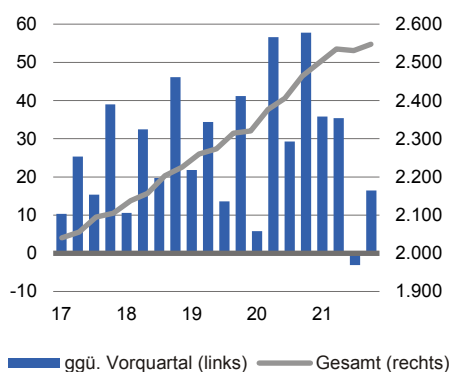


### Bankeinlagen: Das Wachstum bricht ein

2

Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Mrd. EUR



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

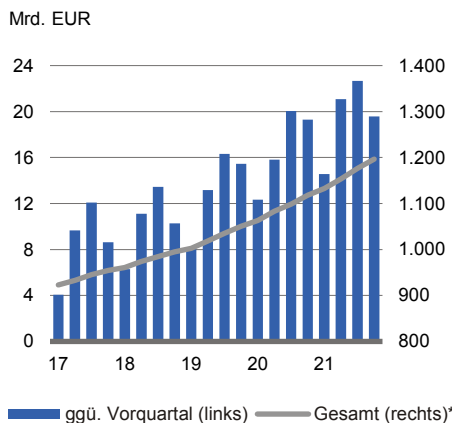
2021 erhöhten die privaten Haushalte in Deutschland ihre Bankeinlagen um EUR 85 Mrd. Der Zuwachs fiel deutlich geringer aus als im Rekordjahr 2020 (EUR 149 Mrd.), ist aber im langfristigen Vergleich immer noch beachtlich. Die Wachstumsrate halbierte sich fast auf 3,4% ggü. Vj. und war damit so niedrig wie seit 10 Jahren nicht mehr. Grund dafür ist vor allem der geringe Anstieg bei Sichteinlagen, die 69% des gesamten Einlagenvolumens der Haushalte in Höhe von EUR 2,5 Bill. ausmachen.

Die Corona-Pandemie hat sich spürbar auf das Konsum- und Sparverhalten der privaten Haushalte ausgewirkt. Bis Mai 2021 war der Zugang zu Geschäften, Restaurants, Sport- und Kulturveranstaltungen durch die Lockdowns eingeschränkt. Da die Menschen weniger Gelegenheiten zum Geldausgeben hatten, stiegen die Einlagen deutlich an. Als die Einschränkungen im Sommer weitgehend aufgehoben wurden, schnellte der Konsum in die Höhe und die Einlagen der Haushalte nahmen um EUR 3,1 Mrd. ab – der erste Quartalsrückgang seit



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

### Neuer Rekord bei Immobilienkrediten 3



\*enthält erhebliche Umklassifizierung in Q3 18.

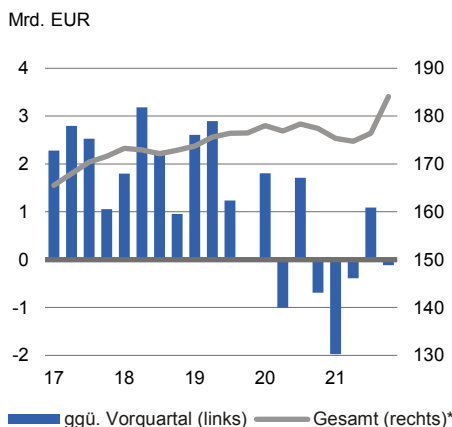
Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Trendwende bei Immobilienzinsen 4



Quellen: EZB, WEFA, Deutsche Bank Research

### Privathaushalte zahlten 2021 netto Konsumentenkredite zurück 5



\*enthält erhebliche Umklassifizierungen in Q2 & Q3 18 sowie Korrekturen in Q4 21.

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

15 Jahren. Im Schlussquartal des Jahres, mit neuen Pandemiemaßnahmen im Dezember, blieb das Einlagenwachstum deutlich unter dem Durchschnitt. Allerdings erklärt die Pandemie nicht alles. Denn 2020 hatten die Verbraucher ihre Einlagen über das gesamte Jahr hinweg gesteigert, trotz der „Öffnung“ der Wirtschaft im Sommer.

Angesichts von negativen Nominalzinsen und anziehender Inflation verabschiedeten sich die Haushalte von ihrer langjährigen Präferenz für Einlagen. Extrem niedrige Zinssätze hatten daran lange Zeit nichts geändert, aber im Mai 2021 rutschte der Durchschnittszins für Sichteinlagen in den negativen Bereich (-0,01%), sodass zahlreiche Sparer jetzt für ihre Guthaben zahlen mussten. Und selbst wenn sie davon nicht betroffen waren, mussten zahlreiche Bankkunden neuen AGB zustimmen, die ab einer bestimmten Schwelle „Verwahrentgelte“ für Einlagen vorsahen. Gleichzeitig wurde die Inflation nach vielen Jahren wieder zum Thema, die im Verlauf von 2021 von 1% auf 5,3% in die Höhe schnellte. Angesichts dieser Kombination wurden Bankeinlagen unattraktiv, sodass zum ersten Mal seit 15 Jahren nicht mehr der Löwenanteil der Nettoersparnis der privaten Haushalte auf sie entfiel. Stattdessen investierten die Haushalte die Rekordsumme von EUR 288 Mrd. in andere Finanzanlagen. Der bei Weitem größte Anteil (EUR +105 Mrd.) floss in Investmentfonds, vor allem Aktien- und gemischte Fonds.<sup>9</sup> Direkte Investitionen in Aktien beliefen sich auf EUR 32 Mrd., nicht zuletzt aufgrund der positiven Entwicklung des DAX seit April 2020. Eine Rekordsumme von EUR 52 Mrd. floss in Lebensversicherungen und jeweils rund EUR 20 Mrd. in Pensionskassen u.ä. sowie Nicht-Lebensversicherungen.

Weil weniger Geld in Einlagen floss, ging die gesamte Nettoersparnis der privaten Haushalte im Jahr 2021 leicht zurück auf EUR 373 Mrd., blieb damit jedoch nur knapp unter dem Rekordhöchststand vom Vorjahr. Aufgrund eines moderaten Anstiegs des nominalen verfügbaren Einkommens (+1,9%) sank die Sparquote im zweiten Jahr der Pandemie auf 15%, lag damit aber immer noch um 4 %-Punkte über dem langfristigen Durchschnitt. 2022 dürfte sie im niedrigen zweistelligen Bereich liegen. Auch wenn mit einer Steigerung des nominalen verfügbaren Einkommens gerechnet werden kann, ist wegen der Inflation ein realer Rückgang zu erwarten. Die Haushalte werden mehr Geld für den täglichen Bedarf ausgeben müssen und nicht so viel sparen können. Da das Bewusstsein für reale Renditen zugenommen hat, könnte sich das Einlagenwachstum weiter moderat verlangsamen.

Das Gesamtvolumen der Bankkredite an die privaten Haushalte belief sich Ende 2021 auf EUR 1,4 Bill. Der Löwenanteil entfiel mit EUR 1,2 Bill. auf Immobiliendarlehen; Konsumentenkredite kamen auf EUR 184 Mrd. Seit 2015 hat sich das Wachstum der Immobilienkredite von 2% auf 7% beschleunigt, was auf die sehr gute Beschäftigungslage, das wachsende verfügbare Einkommen, steigende Hauspreise und immer niedrigere Zinsen zurückzuführen ist. Ein erster Anstieg der durchschnittlichen Zinsen für neue Baukredite auf 1,37% Ende 2021 dämpfte die Nachfrage nicht; die Haushalte nahmen die Rekordsumme von netto EUR 78 Mrd. für Immobilienkäufe auf. Steigende Renditen für Bundesanleihen deuten auf einen weiteren Anstieg der Zinssätze für Immobiliendarlehen in diesem Jahr hin, allerdings ausgehend von einem historisch niedrigen Niveau. Das Wachstum der Baukredite dürfte kräftig bleiben, wird sich aber wahrscheinlich verlangsamen. Der Hauspreiszyklus wird voraussichtlich mittelfristig enden, wegen des wachsenden Angebots und zunehmend unattraktiver Bewertungen.<sup>10</sup> Bei Konsumentenkrediten zahlten die privaten Haushalte 2021 netto

<sup>9</sup> BVI (2022). BVI: 2021 war ein Ausnahmejahr. Pressemitteilung, 10. Februar.

<sup>10</sup> Möbert, Jochen (2022). Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.. Deutschland-Monitor. Deutsche Bank Research, 1. April 2022.



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

---

EUR 1,4 Mrd. zurück, aufgrund der hohen Ersparnis und vor allem der Einschränkungen durch die Pandemie. Dieses Jahr könnte das Volumen der Konsumentenkredite moderat zulegen.

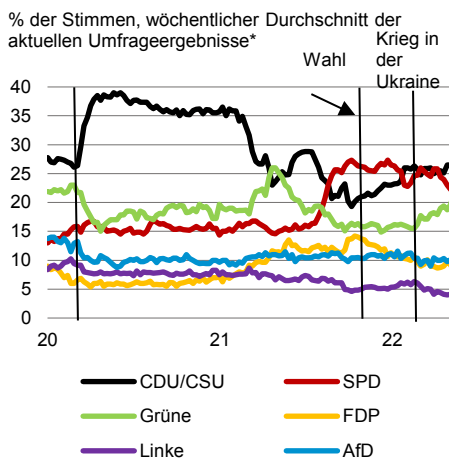
Heike Mai (+49 69 910-31444, [heike.mai@db.com](mailto:heike.mai@db.com))



## Umsetzung der (neuen) politischen Prioritäten dürfte Zusammenhalt der Ampel-Koalition testen

- Als Reaktion auf den Krieg in der Ukraine haben die Regierungsparteien erhebliche Flexibilität bzw. Pragmatismus bei ihren politischen Grundüberzeugungen bewiesen. Unser Momentum-Indikator zu politischen Initiativen zeigt die stärksten Ausschläge in der Energie-, Sozial- sowie Außen- und Sicherheitspolitik.
- Nach jüngeren Umfragen sind 57% der Deutschen eher unzufrieden mit der neuen Regierung. Angesichts einer Inflationsrate auf 40-Jahreshoch (7,4% im April), schwächerer Wachstumsaussichten und der Herausforderungen der grünen Transformation könnte die Popularität der Regierung in nächster Zeit aber eher noch weiter sinken.
- Die Grünen profilieren sich mit dem Wirtschaftsminister und der Außenministerin als effektive Krisenmanager und stehen als Gewinner der Landtagswahlen in Schleswig-Holstein und NRW da. Die Liberalen dagegen dürften angesichts ihres schwachen Abschneidens nun auch auf bundespolitischer Ebene ein klareres wirtschaftsliberales Profil anstreben.
- Unter dem Zeitdruck, auf die veränderte geopolitische Lage zu reagieren, hat die Regierung den alten Ausgabenplänen vornehmlich neue hinzugefügt, eine Priorisierung erfolgte erst mal nicht. Dieser Kurs wird sich kaum durchhalten lassen, wenn die akute Krise abebbt. Friktionen innerhalb und zwischen den Regierungsparteien könnten daher zunehmen, den Zusammenhalt der Ampelkoalition aber nicht grundsätzlich infrage stellen.

Beliebtheit der Grünen seit Kriegsausbruch gestiegen



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

Quellen: Wahlrecht.de, Deutsche Bank Research

Politik hat zügig auf die neue Krise reagiert. Der Krieg in der Ukraine kommt einem externen Schock für die deutsche Wirtschaft gleich, der rasches (wirtschafts)politisches Handeln inklusive einer Reihe von Kurskorrekturen erfordert. Die gerade ins Amt gekommene Bundesregierung hat vergleichsweise zügig auf die neue geopolitische und ökonomische Realität reagiert, was bei allen drei Koalitionspartnern auch bedeutete, dass eigene politische Grundüberzeugungen überprüft und teilweise revidiert werden mussten.

- Für die **SPD** in der Außen- und Sicherheitspolitik. Die Rede von BK Scholz am 27. Februar markiert in der Tat eine Zeitenwende des sozialdemokratischen Kurses in der Sicherheits- und Verteidigungspolitik mit der Verpflichtung auf das 2%-Ziel der NATO, dem Sondervermögen für die Bundeswehr und der Lieferung von schweren Waffen an die Ukraine. Schwieriger gestaltet sich allerdings, diese Ankündigungen in entsprechenden Gesetzesentwürfen umzusetzen, da noch nicht alle in der SPD von dem neuen Kurs überzeugt scheinen. Ein Beschluss der Partei zur neuen Außen- und Sicherheitspolitik steht noch aus, wie der Parteivorsitzende Klingbeil am 7. Mai angekündigt hatte.
- Die **Grünen** in der Klimapolitik. Die Grünen haben kurzfristig ihr Ziel eines schnelleren Ausbaus der erneuerbaren Energien um das strategische Ziel der Versorgungssicherheit (auch durch Diversifizierung der Importe fossiler Energien) ergänzt. Wirtschaftsminister Habecks Reise nach Katar mit Verhandlungen eines Liefervertrags über LNG sowie der Gesetzesentwurf für einen schnelleren Bau von LNG Terminals in Deutschland zeigt den Pragmatismus im Umgang mit der Krise. Ungeachtet ihrer pazifistischen Wurzeln fordern die Grünen nun stärkere militärische Unterstützung der Ukraine einschl. des Exports schwerer Waffen.



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

- Die **Liberalen** hinsichtlich der Finanzpolitik. Finanzminister Lindner kündigt weiterhin die Einhaltung der nationalen Schuldenbremse ab 2023 an, so dass ihn zunehmende Ausgabenwünsche weiter in eine schwierige Lage (siehe auch Beitrag zu Finanzpolitik S. 11) bringen könnten. Das gilt auch für das verfassungskonforme Design des EUR 100 Mrd. Sondervermögens für die Bundeswehr.

In der Energie-, Sozial- sowie Außen- und Verteidigungspolitik bewegt sich am meisten. Wir haben einen eigenen Momentum-Indikator entwickelt, der abbilden soll, wo sich regierungspolitisches Handeln am stärksten beobachten lässt. Die Details dazu finden sich in einer ausführlichen [Präsentation](#).<sup>11</sup>

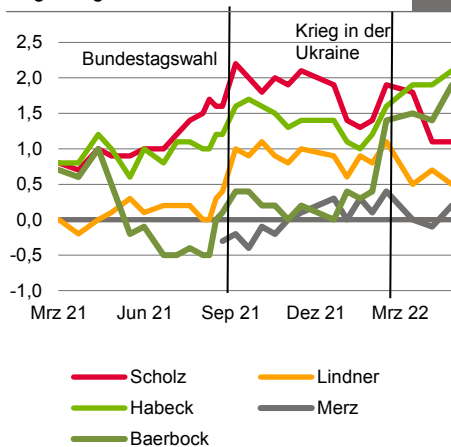
Debatte über die (neue) Priorisierung der Ziele der Bundesregierung wird sich nicht vermeiden lassen. Angesichts der dringlichen Antworten der Politik auf den Ukraine-Krieg hat die Regierung erst mal nur die neuen, ausgabeträchtigen Maßnahmen den bereits geplanten hinzugefügt. Sicherheit der Energieversorgung, nationale Sicherheit sowie das Abfedern des Energiepreisschocks für die privaten Haushalte (und teilweise für die Unternehmen) führen derzeit die politische Agenda an. Allerdings wird sich die Debatte, wie sich alle diese Prioritäten und ihre Finanzierung tatsächlich miteinander vereinbaren lassen, nicht mehr lange aufschieben lassen. Finanzminister Lindner hat in diesem Zusammenhang den ersten Schritt gemacht und kürzlich sein [Strategiepapier zur Finanzpolitik in der Zeitenwende](#) vorgestellt.

Den Grünen gelingt es derzeit am besten, sich als effektive Krisenmanager zu positionieren. Im Laufe der Ukraine-Krise konnten Wirtschaftsminister Habeck und Außenministerin Baerbock ihre Beliebtheit als Politiker deutlich steigern (s. Grafik 2). Habecks Kommunikationsstil kommt in der deutschen Öffentlichkeit gut an. Er wirkt glaubwürdig in seinem Bestreben, das Doppelziel, die deutsche Abhängigkeit von russischem Gas zu verringern und gleichzeitig die CO<sub>2</sub>-Emissionen zu reduzieren, voranzutreiben (s. das angekündigte Osterpaket vom 2. Mai).

Deutsche mehrheitlich unzufrieden mit der Regierung – könnte sich dieser Trend fortsetzen? In den meisten Umfragen zeigt sich die Mehrheit der Deutschen eher unzufrieden mit der Arbeit der Ampelkoalition (ARD Deutschlandtrend, s. Grafik 3), während im März noch 56% die Regierungsarbeit positiv bewerteten. Diese Verschlechterung könnte auch, wenngleich nicht nur, darauf zurückzuführen sein, dass die Regierung trotz ihrer zwei Entlastungspakete den sprunghaften Anstieg der Energiepreise nur teilweise abfedert – und dies dann auch erst mit zeitlicher Verzögerung (s. Beitrag zur Finanzpolitik S. 11). Angesichts einer Inflationsrate auf 40-Jahreshoch, schwächerer Wachstumsaussichten sowie der notwendigen grünen Transformation könnte die Arbeit der Regierung in den nächsten Wochen bzw. Monaten sogar eher noch mehr in die Kritik geraten. Es ist nicht auszuschließen, dass das derzeit hohe Maß an Solidarität mit der Ukraine angesichts weiterer realer Einkommensverluste infolge von sprunghaft steigenden Lebenshaltungskosten in eine Art Solidaritäts-Müdigkeit umschlägt.

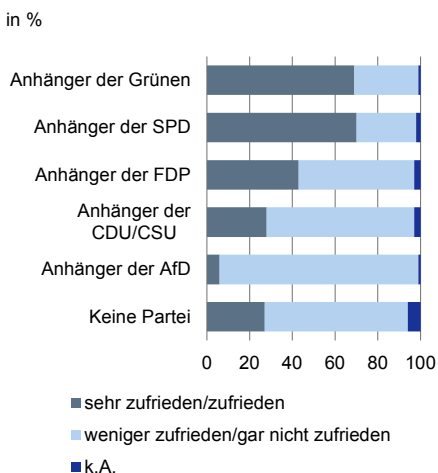
Welche Rolle kann Deutschland in einem geopolitisch agierenden Europa spielen? Es ist aus heutiger Sicht eher unwahrscheinlich, dass Deutschland eine treibende Rolle in dem Bestreben Europas, sich stärker geopolitisch zu positionieren – wie es Josep Borrell als Hoher Vertreter der EU für Außen- und Sicherheitspolitik proklamiert – spielen wird. BK Scholz unterstreicht immer wieder seine Präferenz, (nur) in Absprache mit den EU-Partnern zu handeln – nicht zuletzt auch, um möglicher Kritik zu Hause zu begegnen. Offensichtlich ist, dass Deutschland damit hadert, dass es sich nicht nur auf Handels- und Investitionspolitik konzentrieren kann, ohne deren außen- und sicherheitspolitischen Impli-

Robert Habeck als neuer Star der Regierung?



Quellen: Deutsche Bank, FG Wahlen, Politbarometer

Nur Mehrheit der Anhänger der Grünen und SPD zufrieden mit der Arbeit der Regierung



Quellen: ARD Deutschlandtrend April 2022, Deutsche Bank Research

<sup>11</sup> Ausschließlich in englischer Sprache, verfügbar für registrierte Kunden.

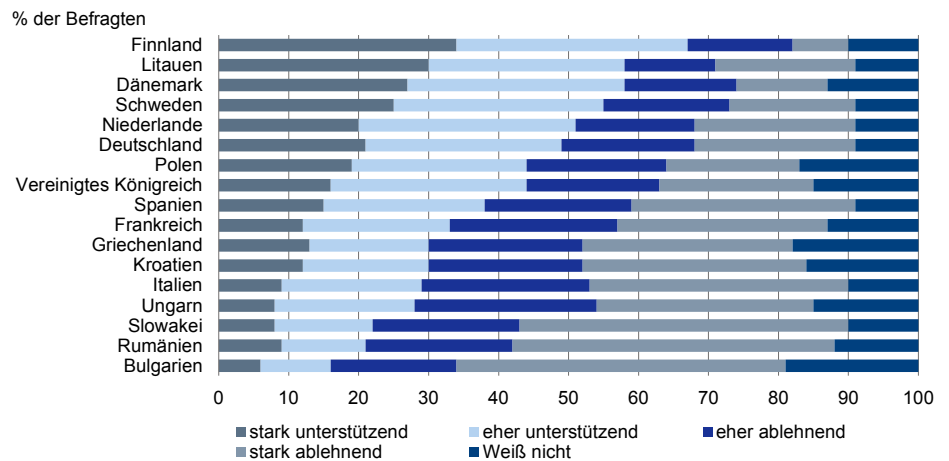


## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

kationen zu berücksichtigen. Der bisherige Leitgedanke – „Wandel durch Handel“ bzw. gegenseitige wirtschaftliche Abhängigkeiten liefert leider nicht automatisch die erwünschten Ergebnisse. Diese Erkenntnis setzt sich aber zunehmend durch.

Bereitschaft, höhere Energiekosten aufgrund von Sanktionen zu akzeptieren, variiert stark

4



**Der deutsch-französische Motor läuft sich nur langsam warm.** Das jüngste Treffen zwischen dem wiedergewählten französischen Präsidenten Macron und BK Scholz hat wenig Aufschluss darüber gebracht, welche Initiativen das deutsch-französische Tandem über die nächsten Jahre gemeinsam voranbringen will. Macron unterstützt EU-Vertragsänderungen und hat vorgeschlagen, eine „europäische politische Gemeinschaft“ zu schaffen, einen lockereren Verbund europäischer Länder unterhalb der Schwelle der EU-Mitgliedschaft, dem z.B. Staaten wie die Ukraine schneller beitreten könnten. BK Scholz hat diese Idee auf der gemeinsamen Pressekonferenz am 9. Mai als „interessant“ bezeichnet. Die deutsche Regierung selbst hat bisher keine starken Impulse für integrationspolitische oder institutionelle Änderungen gesetzt. Die Diskussionen der nächsten Monate auf EU-Ebene werden sich v.a. darum drehen, wie (i) Deutschlands EUR 100 Mrd.-Sondervermögen für die Bundeswehr mit den verteidigungspolitischen Aktivitäten der EU zusammenpasst, (ii) die EU-Fiskalregeln reformiert werden sollten und (iii) der von der EU-Kommission letzte Woche vorgelegte RePowerEU-Plan umgesetzt werden soll.

### (Landes-)politische Entwicklungen in Deutschland

**CDU gewinnt die Wahlen in NRW – starkes Abschneiden der Grünen und Schwäche der FDP könnte Ampelkoalition im Bund belasten.** Die CDU hat mit Ministerpräsident Hendrik Wüst die Landtagswahl am 15. Mai in NRW deutlich (35,7%) vor der SPD (26,7%) gewonnen. Die Grünen, die ihren Wähleranteil mit 18,2% nahezu verdreifachen konnten, gelten nun als die Königsmacher für eine neue Regierungskoalition. Die Sondierungsgespräche zwischen CDU und Grünen beginnen diese Woche. Sollte Wüst erfolgreich eine neue Regierung formen können, wäre es das erste Mal seit 2002, dass der Amtsinhaber wiedergewählt wird und das Ministerpräsidentenamt nicht zwischen SPD und CDU geführten Legislaturperioden in diesem deutschen „Swing state“ hin und her wechselt.



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

---

**Was bedeutet das für die politische Landschaft und die Bundesebene?** Erstens dürften die beiden CDU-Wahlsiege in Schleswig-Holstein und NRW dem Parteivorsitzenden Friedrich Merz Rückenwind verschaffen – wobei nicht vergessen werden sollte, dass zumindest MP Daniel Günther in Schleswig-Holstein für einen zentristischen, wenig polarisierenden Politikkurs steht. Zweitens dürften die deutlichen Verluste der SPD nicht dazu beitragen, die Kritik an der vermeintlichen Führungsschwäche von BK Scholz verstummen zu lassen. Und drittens könnte das starke Abschneiden der Grünen und das Schwache der FDP in den Landtagswahlen auch die Zusammenarbeit der Ampelkoalition ein Stück weit belasten – so dürfte sich die FDP bemühen, ihr wirtschaftsliberales Profil deutlicher herauszustellen. FM Linder hatte als Reaktion auf den Einbruch der FDP dazu bereits gesagt: „Die Ampel war nie unser politischer Wunschtraum. Wir regieren aus staatspolitischer Verantwortung“ (WELT 16.5.).

**Ausblick: Umsetzung der neuen, zusätzlichen Politikvorhaben könnte zu mehr Friktionen zwischen den Ampelparteien führen.** Die bisher umgesetzten Politikmaßnahmen haben die deutsche Wirtschaft etwas resilienter gegenüber Angebotschocks bei der Energieversorgung gemacht und die Verteidigungskapazitäten etwas aufgestockt, aber wichtige Schwachstellen bleiben bestehen (globale Lieferketten, wirtschaftliche Abhängigkeit von China). Ein politischer Kurs, der dem Status quo nur neue, ausgaben-trächtige Vorhaben hinzufügt, ohne alte zu überdenken, kann auch finanzpolitisch nicht nachhaltig sein. Damit wird sich eine politische Debatte über eine Re-Priorisierung von strategischen Zielen nach der unmittelbaren Krisenbewältigung nicht vermeiden lassen. Im Zuge dieser Debatten könnten die Friktionen zwischen den Koalitionspartnern, aber auch innerhalb der Regierungsparteien zunehmen. Ein frühes Ende der Regierungskoalition erscheint uns aber sehr unwahrscheinlich.

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

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



## EZB: Erster Zinsschritt bereits im Juli

- Jüngste Kommentare mehrerer Ratsmitglieder legen eine erste Zinserhöhung im Juli nahe.
- Aktuell extrem hohe Inflationsraten sowie starke Anzeichen, dass die strukturelle Inflation wieder in Richtung 2% gestiegen sein dürfte, machen einen insgesamt aggressiveren geldpolitischen Kurswechsel der EZB nötig.
- Wir erwarten im laufenden Jahr insgesamt vier Zinsschritte um jeweils 25 Bp., schließen aber auch 50 Bp. nicht aus. In Q3 2023 dürfte die EZB dann den Einlagenzinssatz bis auf 2% angehoben haben.
- Um eine erneute Marktfragmentierung innerhalb der Eurozone zu verhindern, dürfte die EZB zunächst die Reinvestitionen auslaufender Anleihen des APP-Programms nutzen, später aber wohl ein eigenes „Stabilitätskäufe-Programm“ auflegen.

Ende April haben wir unsere Prognose für die Geldpolitik der EZB nochmals angehoben. Wir erwarten nun, dass die EZB nicht mehr erst im September ihre Zinsen anheben wird, sondern bereits im Juli ihren Einlagezinssatz um 25 Basispunkte (Bp.) erhöht. Im Vorfeld dürften damit die APP-Nettokäufe schon im Juni beendet werden.

Die jüngst veröffentlichten Protokolle der April-Sitzung betonten noch den ungewöhnlich hohen Grad an Unsicherheit mit Blick auf die Inflationsentwicklung. Zwar schien im Rat Einigkeit darüber zu bestehen, dass die Aufwärtsrisiken überwiegen. Über den Zeitraum, in dem die Inflationsrate wieder ihren mittelfristigen Zielwert erreicht, gehen die Meinungen allerdings auseinander. Dabei scheinen unterschiedliche Erwartungen zur Lohnentwicklung, über das Ausmaß von Zweitrundeneffekten und einer damit verbundenen möglichen Entankerung der Inflationserwartungen die Hauptgründe der divergierenden Einschätzungen zu sein. Der Fokus auf eine „allmähliche Normalisierung“ deutet insgesamt eher auf die Juli- als auf die Juni-Sitzung für den ersten Zinsschritt hin.

### EZB-Vertreter deuten Termin im Juli an

Mehrere Direktoriumsmitglieder haben zwischenzeitlich angedeutet, dass die Juli-Sitzung der wahrscheinliche Termin für den Zinsschritt sein könnte. So hat Präsidentin Lagarde beispielsweise darauf hingewiesen, dass die Zeitspanne zwischen dem Ende der APP-Nettokäufe und dem ersten Zinsschritt nur wenige Wochen betragen könne. Sie hat zudem erwähnt, dass die EZB auf ihrer Sintra-Konferenz (27. bis 29. Juni) über den Normalisierungspfad der Geldpolitik diskutieren möchte. Direktoriumsmitglied Schnabel, die während der letzten Monate ihre Position deutlich verändert hat, hielt es bereits in einem Interview Anfang Mai für geboten, den Kurs der Geldpolitik anzupassen und „eine Zinserhöhung im Juli für möglich“. Sie verwies darauf, dass die von der EZB erfragten mittelfristigen Inflationserwartungen der privaten Haushalte in der Eurozone (3 Jahre) mittlerweile von 2% auf 3% gestiegen seien. EZB-Ratsmitglied Visco, ein eher gemäßigter Vertreter im Rat, sagte in einem Bloomberg-Interview, dass die Juni-Sitzung wohl zu früh sei, da vorher die APP-Nettokäufe beendet sein müssten. Einen Schritt im Juli, auf den dann in den kommenden Monaten weitere folgen könnten, stellte er aber in Aussicht. Auch Bundesbankpräsident Nagel sprach bei dem G7-Treffen auf dem Petersberg von Juli und weiteren, zeitnahen Schritten. Der niederländische Zentralbankpräsident Klaas Knot hat jüngst sogar einen Zinsschritt von 50 Bp. nicht mehr ausgeschlossen. Eine Einschätzung, die wir angesichts der jüngsten Inflationsdynamik und der Stimmungsänderung im Rat auch nicht mehr ausschließen.

EWU: Längerfristige Inflationserwartungen (in 5 Jahren)

% gg. Vj.



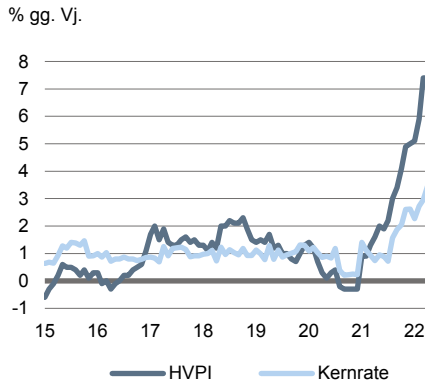
EZB: Umfrage unter professionellen Prognostikern



## Wohl wieder höherer Gleichgewichtszins ...

EWU: Inflation

2



Quelle: Eurostat

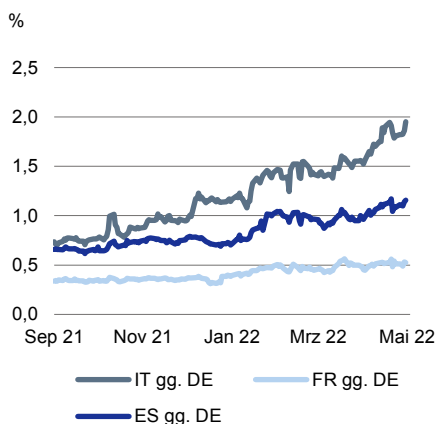
Mit der zwischenzeitlich vermittelten Klarheit über den Zeitpunkt des ersten Zinsschritts verlagert sich die Debatte, wie in einigen der obigen Statements bereits angeklungen, auf Tempo und Dauer des Zinsanhebungszyklus, nicht zuletzt aufgrund der im April weiterhin bei 7,4% liegenden Inflationsrate in der Eurozone, zumal die Kernrate im April auf 3,5% gegenüber Vorjahr (März 3,0%) gesprungen ist. Bei den Prognosen des Zinserhöhungspfades spielen die Einschätzung des langfristigen Gleichgewichtszinses  $r^*$  und der strukturellen Inflationsrate eine wichtige Rolle. Akademische Schätzungen legten nahe, dass dieser Gleichgewichtszins in der Eurozone innerhalb der letzten 20 Jahre von 2 bis 3 ½% in einen Bereich von - 1 ¾% bis + ¼% gefallen sein könnte.<sup>12</sup> Wenn auch nicht unumstritten, verschafften diese extrem niedrigen Schätzungen den Notenbanken eine wichtige Rechtfertigung für ihre historische Niedrigzinspolitik und die Politik der quantitativen Lockerung.

Wir vermuten, dass die strukturelle Inflationsrate in der letzten Zeit um knapp einen Prozentpunkt auf etwa 2% gestiegen sein dürfte, Dazu dürfte eine dauerhafte Umgestaltung der globalen Lieferketten 0,2 %-Punkte beitragen. Der Weg zur CO<sub>2</sub>-Neutralität dürfte über Mehrkosten und höhere Abgaben die Inflation um jährlich rund 0,2 %-Punkte erhöhen. Die strukturelle Arbeitskräfteverknappung und nachlassende Importkonkurrenz aufgrund abschwächender Globalisierung haben die Situation auf dem Arbeitsmarkt verändert. Ein wieder stärker wirkender Phillipskurven-Zusammenhang (niedrige Arbeitslosenquote führte zu steigenden Löhnen) dürfte die strukturelle Inflation jährlich um weitere 0,4 %-Punkte nach oben treiben. Überdies dürfte angesichts der politischen Zeitenwende und der damit gestiegenen Ausgabenerfordernisse in vielen Politikfeldern die Fiskalpolitik in den kommenden Jahren tendenziell expansiver werden und somit die strukturelle Inflation noch weiter erhöhen. Insbesondere der letzte Punkt dürfte auch zu einem Anstieg des Gleichgewichtszinses  $r^*$  beitragen. Dazu könnte ebenfalls der nach den jüngsten Sanktionen von Zentralbankeinlagen geschwächte Anreiz zur Anhäufung von Währungsreserven seitens der Zentralbanken beitragen. Bei aller Unsicherheit erscheint unsere frühere Schätzung eines neutralen Nominalzinses von 1% zu niedrig.

## ... macht kräftigere Zinsanpassung der EZB nötig

Ausgewählte Renditeabstände zwischen Staatsanleihen (10J) in der EWU

3



Quelle: Haver Analytics LP

Insgesamt zeigen die aktuelle Inflationsentwicklung und die zunehmenden Sorgen, dass sich die Inflationsrate auch in der mittleren Frist über 2% festsetzen könnte, wie sehr die EZB hinter der Kurve ist. Wir erwarten daher, dass dem ersten Zinsschritt im Juli drei weitere noch im Verlauf dieses Jahres folgen werden, die den Einlagenzinssatz bis zum Jahresende auf +0,5% anheben werden. Bis zum Ende des dritten Quartals im Jahr 2023 sollten die Zinsen dann 2% erreicht haben. Dieses Niveau erachten wir derzeit noch als den finalen Zinssatz im Erhöhungszyklus (terminal rate). Der Hauptfinanzierungssatz für monatliche Tender dürfte dann bei 2,5% liegen.

## ... sowie ein Instrument gegen Marktfragmentierung

Nachdem der Zinsabstand zwischen zehnjährigen deutschen und italienischen Staatsanleihen im Oktober letzten Jahres noch auf unter 80 Bp. zusammengefallen war, hat der von den USA ausgehende Anstieg des globalen Zinsniveaus und insbesondere die fundamentale Neueinschätzung der EZB-Geldpolitik zu einer deutlichen Ausweitung des Spreads geführt. Zuletzt hat dieser die Marke von 200 Bp. überschritten. Um eine Marktfragmentierung in der Eurozone durch

<sup>12</sup> Determinants of the real interest rate. Rede von Phillip Lane, 28. November 2019.



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

---

eine „übermäßige“ Ausweitung der innereuropäischen Renditedifferenzen zu vermeiden, erwarten wir schon seit einiger Zeit, dass die EZB zunächst die Reinvestitionen fälliger APP-Anleihen nutzen wird, um die entsprechenden Märkte zu stabilisieren. Dies könnte aber auf Dauer unzureichend sein. Daher erwarten wir, dass die EZB ein neues Kaufprogramm („Stabilitäts-Kaufprogramm“) entwickeln wird, dass die Marktfragmentierung bekämpfen soll. Jüngst haben Nachrichtenagenturen darüber berichtet, dass die EZB begonnen hat, ein derartiges Programm intern zu diskutieren.<sup>13</sup> Dabei handelt es sich aber anscheinend um eine frühe Phase der Debatte, in der beispielsweise noch unklar ist, wie denn Marktfragmentierung überhaupt definiert werden kann.

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

---

<sup>13</sup> MNI Market News vom 18. Mai.



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
24.05.2022	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Mai	54,0	54,6
24.05.2022	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Mai	58,0	57,6
25.05.2021	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Details	Q1 2022	0,2	-0,3
30.05.2022	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj.)	Mai	7,7	7,4
31.05.2022	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Mai	5,0	5,0
01.06.2022	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	April	0,5	0,9
03.06.2022	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	April	5,6	3,2
03.06.2022	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	April	1,0	-3,3
03.06.2022	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	April	-1,0	3,4
07.06.2022	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	April	-1,0	-4,7
08.06.2022	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	April	1,0	-4,6

\*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)



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

Deutschland: Datenmonitor

	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Dez 2021	Jan 2022	Feb 2022	Mrz 2022	Apr 2022	Mai 2022
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	99,0	99,9	96,5	95,2		94,8	96,2	98,7	90,8	91,9	93,0
ifo Geschäftserwartungen	101,4	98,7	94,2	93,1		92,6	95,9	98,6	84,8	86,8	86,9
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	106,0	105,0	101,7	99,7		101,8	102,9	104,3	91,9	93,2	94,9
Produktion (% gg. Vp.)	-0,8	-2,1	1,5	0,4		1,6	0,6	0,2	-4,6		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	3,4	1,5	-4,5	2,8		2,4	2,3	-0,8	-4,7		
Grad der Kapazitätsauslastung	84,9	86,1	85,9	85,8	84,9						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	3,2	-1,3	1,1	4,3		-2,5	5,4	0,5	0,9		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	-3,4	4,8	1,2			19,4	-10,8	-2,7			
ifo Bauhauptgewerbe	103,6	105,6	106,6	101,8		105,2	104,7	105,4	95,2	91,3	94,7
<b>Konsumentennachfrage</b>											
<b>EC Konsumentenbefragung</b>											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-4,5	-1,5	-4,5	-8,9		-7,1	-5,2	-6,2	-15,3	-18,9	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	5,1	0,4	0,2	-0,8		-2,4	-0,2	0,2	0,9		
	44,2	-24,6	-31,0	-4,6		-26,9	8,5	3,2	-17,5	-21,5	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	1,5	4,5	-7,2	5,7		-3,0	9,5	-1,6	-6,7		
Exporte (% gg. Vp.)	2,7	0,9	4,7	1,6		1,3	-2,8	6,2	-3,0		
Importe (% gg. Vp.)	7,2	0,0	9,9	4,8		4,2	-4,1	4,9	5,3		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	41,5	44,3	31,1	21,2		7,8	8,9	11,0	1,3		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	5,9	5,5	5,3	5,1		5,2	5,1	5,1	5,0	5,0	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-44,0	-177,7	-112,7	-102,7		-27,0	-46,0	-32,0	-17,0	-14,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,0	0,6	0,9	1,5		1,1	1,4	1,6	1,6		
ifo Beschäftigungsbarometer	100,8	103,4	103,5	103,0		102,9	102,5	104,3	102,1	102,8	
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	2,2	3,5	5,4	6,1		5,7	5,1	5,5	7,6	7,8	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,3	2,1	3,6	3,1		3,9	2,8	3,0	3,4	3,9	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)											
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	54,9	39,2	33,4	33,6		32,1	29,2	31,1	39,9	34,9	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	69,0	73,3	79,6	96,2		74,5	85,5	93,9	109,2	104,4	
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	41,3	43,0	45,1	51,1		40,5	45,0	42,5	65,8	62,8	
EC Unternehmensumfrage	37,1	46,1	55,0	60,8		57,2	57,4	58,2	66,8	72,4	
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	-4,5	2,1	2,7								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	5,1	4,0	3,4								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	-0,9	2,7	0,9								
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	6,4	6,3	5,6	5,1		5,6	5,7	6,1	5,1		
Trend von M3*						5,6	5,6	5,8	5,6		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	3,8	4,4	5,3	5,5		5,3	5,6	5,7	5,5		
Kredite an öffentliche Haushalte	9,9	6,3	2,6	16,0		2,6	17,7	17,3	16,0		

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

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



## Ausblick Deutschland: Ringen mit der Zeitenwende

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,875	-0,10	0,00	1,00					5,25	6,81	5,75
Jun 22	1,375	-0,10	0,00	1,25					6,00	7,05	6,75
Sep 22	2,125	-0,10	0,50	1,50					7,25	7,35	6,75
Dez 22	2,625	-0,10	1,00	1,50					7,75	7,35	6,75

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	1,51	-0,05									
Jun 22	1,80	-0,03									
Sep 22	2,35	-0,03									
Dez 22	3,00	-0,03									

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,78	0,24	0,94	1,89							
Jun 22	2,95	0,22	1,00	1,83							
Sep 22	3,05	0,24	1,20	1,93							
Dez 22	3,30	0,24	1,55	1,85							

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,06	127,46	0,85	1,25	1,03	10,50		10,29	4,63	384,29	24,62
Jun 22	1,10	120,00	0,85	1,29	1,02	10,25		10,50			
Sep 22	1,14	118,50	0,87	1,31	1,01	10,25		10,50			
Dez 22	1,17	117,00	0,87	1,34	1,00	10,25		10,50	4,70	370,00	25,00

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