



# „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

27. Juli 2023

**!Autoren**

Stefan Schneider  
und  
Team Economic 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
Die Debatte über den kranken Mann Europas – damals und heute.....	3
Nowcasting des deutschen BIP – eine gewisse Erholung in H2 ist immer noch zu erwarten .....	12
Verbraucherpreise: Basiseffekte schieben Juni-Rate an – Inflation dürfte aber wieder fallen .....	16
Robuster Arbeitsmarkt stößt an strukturelle Grenzen .....	22
Öffentliche Finanzen: Leere Kassen und Schuldenbremse erfordern eine finanzpolitische Wende .....	26
Rückläufiger Energieverbrauch spiegelt Schwäche energieintensiver Industrien wider .....	32
Büromarkt: Bremst die Infrastruktur die Nachfrage in den Metropolen? .....	36
Rück- und Ausblick zur Halbzeit – Anpassung des Wachstumsmodells im Fokus.....	40
Datenkalender.....	50
Datenmonitor.....	51
Finanzmarktprognosen.....	52

Original in englischer Sprache: 25.07.2023

**Die Debatte über den kranken Mann Europas – damals und heute.** Fast 25 Jahre, nachdem der Economist Deutschland den kranken Mann des Euro nannte, ist die Debatte über die wirtschaftliche Zukunft Deutschlands wieder da. Damals haben umfangreiche Steuer- und Arbeitsmarktreformen die verlorene Wettbewerbsfähigkeit wiederhergestellt und einen säkularen Rückgang der Arbeitslosigkeit ausgelöst. Diesmal hat der Ukraine-Krieg drei Säulen des deutschen Wirtschaftserfolgs ins Wanken gebracht, was zusammen mit anderen strukturellen Herausforderungen eine Trendwende sehr viel schwieriger macht.

**Nowcasting des deutschen BIP – leichte Erholung in Q2.** Unser neues Modell ergänzt die kurz- und mittelfristige BIP-Prognose. Trotz erheblicher Unsicherheiten scheint in Q2 ein leichtes BIP-Wachstum möglich. Die jüngsten Stimmungsdaten signalisieren Abwärtsrisiken für H2.

**Verbraucherpreise: Inflation dürfte aber wieder fallen.** Aufgrund desinflationärer Entwicklungen bei Energie, Nahrungsmitteln und den Kerngütern dürfte die Gesamtinflation in den nächsten 12 bis 18 Monaten erheblich sinken. Aufwärtsrisiken ergeben sich jedoch aus dem kräftigen Lohnwachstum und der Aufkündigung des Getreideabkommens durch Russland.

**Robuster Arbeitsmarkt stößt an strukturelle Grenzen.** Trotz Fachkräftemangels scheint das Beschäftigungswachstum zu stagnieren und die Arbeitslosenzahl zuzulegen. In den Tarifverhandlungen gibt es noch keine Sommerpause.

**Öffentliche Finanzen: Leere Kassen und Schuldenbremse erfordern eine finanzpolitische Wende.** Trotz erheblicher fiskalischer Puffer außerhalb des Kernhaushalts dürften die finanzpolitischen Spielräume in den kommenden Haushaltsjahren zunehmend enger werden.

**Rückläufiger Energieverbrauch spiegelt Schwäche energieintensiver Industrien wider.** Die industrielle Gasnachfrage ging in der ersten Hälfte des Jahres 2023 weiter zurück (-11,2 % gg. Vj.), was den Rückgang der Industrieproduktion in energieintensiven Branchen widerspiegelt. Das Wirtschaftswachstum entkoppelt sich aber auch zunehmend vom Primärenergieverbrauch.

**Büromarkt: Bremst die Infrastruktur die Nachfrage in den Metropolen?** Der Boom auf dem Büromarkt ist vorbei. Die Leerstandsquoten sind im Durchschnitt gestiegen, insbesondere in den Großstädten, wo die Kapazitätsgrenzen des öffentlichen Verkehrs ein bisher vernachlässigter Faktor sein könnten.

**Rück- und Ausblick zur Halbzeit der Legislaturperiode – Anpassung des Wachstumsmodells im Fokus.** Während Deutschland immer noch einen Wettbewerbsvorteil bei der Herstellung grüner Exportgüter hat, gewinnt China rasch Marktanteile auf diesem wachsenden Markt. Daher scheint die „grüne Exportchampion-Strategie“ mit weiteren Wachstumsstrategien kombiniert werden zu müssen.



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2022	2023P	2024P	2022	2023P	2024P	2022	2023P	2024P	2022	2023P	2024P
Euroland	3,4	0,5	0,5	8,4	5,5	2,1	-1,1	0,6	1,2	-3,6	-3,5	-3,3
Deutschland	1,8	-0,3	0,5	6,9	6,1	2,3	4,2	3,2	3,9	-2,7	-2,1	-1,4
Frankreich	2,5	0,6	0,2	5,9	5,5	2,5	-2,0	-1,5	-1,2	-4,7	-4,4	-4,6
Italien	3,8	1,1	0,4	8,7	6,3	2,0	-1,2	0,5	1,3	-8,0	-5,3	-4,8
Spanien	5,5	2,0	0,9	8,3	4,1	2,3	0,6	1,0	1,0	-4,8	-4,7	-3,9
Niederlande	4,3	1,0	1,2	11,6	4,7	2,3	9,2	6,3	6,3	0,0	-2,1	-1,7
Belgien	3,2	0,7	1,1	10,3	3,6	2,4	-3,6	-2,1	-1,4	-3,9	-5,0	-5,1
Österreich	5,0	0,3	1,2	8,6	7,1	2,7	0,7	1,2	1,5	-3,2	-2,5	-1,6
Finnland	1,6	-0,1	1,2	7,2	5,3	1,9	-3,6	-1,9	-1,2	-0,8	-2,6	-2,4
Griechenland	5,9	2,4	1,5	9,3	4,3	2,1	-9,7	-8,0	-6,0	-2,3	-2,4	-1,3
Portugal	6,7	1,4	1,7	8,1	5,5	2,3	-1,3	-0,9	-0,9	-0,4	-1,2	-0,9
Irland	9,4	5,6	4,8	8,1	5,3	2,5	8,8	9,6	9,7	1,6	1,3	1,8
Großbritannien	4,1	0,3	0,4	9,1	7,6	3,3	-3,8	-3,9	-3,1	-5,3	-4,8	-3,5
Dänemark	2,7	0,3	1,3	8,5	4,5	2,7	13,5	10,5	9,5	3,3	1,5	1,1
Norwegen	3,2	1,4	1,0	5,8	4,9	2,8	30,2	22,7	19,5	26,0	21,0	19,7
Schweden	2,9	-0,5	1,0	8,1	7,1	2,5	4,7	4,0	4,5	0,7	-0,1	-0,4
Schweiz	2,1	0,8	1,5	2,8	2,5	1,6	10,3	7,3	7,7	-0,4	0,2	0,2
Tschech. Rep.	2,5	0,2	2,4	15,1	11,0	4,2	-6,1	-1,5	-0,8	-3,6	-4,3	-2,1
Ungarn	4,6	0,4	2,9	14,5	18,1	5,1	-8,1	-2,8	-1,2	-6,2	-4,3	-3,5
Polen	5,1	1,1	3,0	14,3	11,9	6,0	-3,0	-0,5	-0,8	-3,7	-4,9	-4,5
USA	2,1	1,8	-0,3	8,0	3,9	1,9	-3,7	-4,4	-4,5	-5,4	-5,7	-5,7
Japan	1,0	1,1	0,8	2,5	3,3	2,5	1,9	2,8	3,1	-6,9	-5,0	-3,7
China	3,0	5,3	5,0	2,0	0,7	2,3	2,2	1,8	1,5	-4,7	-4,3	-4,0
Welt	3,3	2,8	2,6	8,7	6,4	4,8						

\* Außer für Deutschland basieren die Inflationsdaten für EU-Länder 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.

	2021	2022	2023P	2024P	2022				2023			
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	2,6	1,8	-0,3	0,5	1,0	-0,1	0,5	-0,5	-0,3	0,2	0,4	0,1
Privater Konsum	0,4	4,9	-0,6	1,6	1,4	0,2	1,2	-1,7	-1,2	1,2	1,0	0,3
Staatsausgaben	3,8	1,2	-2,5	2,5	0,8	0,4	-1,1	0,2	-4,9	2,5	1,0	1,0
Anlageinvestitionen	1,2	0,4	-1,2	-0,7	2,3	-1,2	1,3	-2,6	3,0	-2,5	-0,9	-0,4
Ausrüstungen	3,5	3,3	2,1	0,4	1,8	1,1	5,4	-3,6	3,2	-2,0	-0,5	0,0
Bau	0,0	-1,8	-4,3	-2,2	3,5	-3,1	-1,0	-3,2	3,9	-4,0	-1,5	-1,0
Lager, %-Punkte	0,5	0,4	0,2	-0,4	-0,3	0,7	0,2	0,4	0,0	-0,3	-0,2	-0,1
Exporte	9,7	3,4	1,1	2,3	0,3	0,6	1,5	-1,3	0,4	0,8	1,2	0,6
Importe	9,0	6,9	0,1	3,3	0,4	2,3	2,5	-2,4	-0,9	1,0	1,3	1,0
Nettoexport, %-Punkte	0,8	-1,3	0,5	-0,3	0,0	-0,7	-0,4	0,5	0,7	-0,1	0,0	-0,1
Konsumentenpreise (VPI)**	3,1	6,9	6,1	2,3								
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,3	5,6	5,5								
Industrieproduktion***	4,8	-0,3	1,0	0,5								
Budgetsaldo, % BIP	-3,7	-2,7	-2,1	-1,4								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	69,3	66,3	65,9	65,5								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,7	4,2	5,0	4,8								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	265	115,0	205	205								

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

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

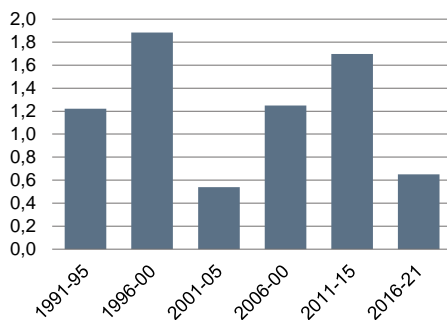


## Die Debatte über den kranken Mann Europas – damals und heute

- Fast 25 Jahre, nachdem die Zeitschrift Economist Deutschland als den kranken Mann des Euro bezeichnet hat, ist die Debatte über die wirtschaftliche Zukunft Deutschlands und insbesondere die Aussichten der deutschen Industrie wieder in vollem Gange.
- In den frühen 2000er Jahren gelang es durch umfangreiche Steuer- und Arbeitsmarktreformen nicht nur, die verlorene Wettbewerbsfähigkeit wiederzuerlangen, sondern auch einen langfristigen Abwärtstrend der Arbeitslosigkeit zu etablieren, sodass Deutschland gut zehn Jahre später Vollbeschäftigung erreichte.
- Diesmal sind durch den Krieg in der Ukraine drei Säulen des wirtschaftlichen Erfolgs Deutschlands ins Wanken geraten, was zusammen mit anderen ungünstigen strukturellen Veränderungen eine solche Trendwende zu einer viel schwierigeren Aufgabe macht.
- Dennoch geben der florierende und innovative Mittelstand, die im internationalen Vergleich immer noch gute Haushaltslage und die Erfolgsbilanz, Herausforderungen wie die deutsche Wiedervereinigung oder die wachsende Konkurrenz aus den Schwellenländern in deutsche Erfolgsgeschichten zu verwandeln, Anlass zu Optimismus.

Deutsches BIP-Wachstum

%, Periodendurchschnitte

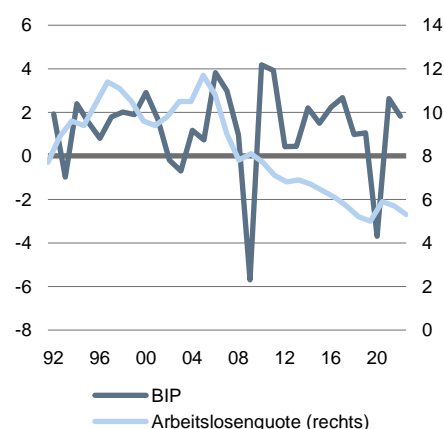


Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutsches BIP und Arbeitslosenquote

% gg. Vj.

in % der Erwerbstätigen



Quelle: Statistisches Bundesamt

Fast 25 Jahre, nachdem der Economist Deutschland das unrühmliche Zeugnis „kranker Mann des Euro“<sup>1</sup> ausstellte, befinden wir uns in einer ähnlichen Situation der kollektiven Selbstzweifel und Sorgen über Deutschlands wirtschaftliche Zukunft. Damals, 1999, analysierte der Economist, dass eine Kombination von konjunkturellen und strukturellen Faktoren die Ursache für Deutschlands Malaise sei, ganz ähnlich wie die aktuelle Situation. Es wurde über eine mögliche technische Rezession spekuliert (die nicht eingetreten ist). Außerdem wurden die Wachstumserwartungen für 1999 auf nur 1% gesenkt und festgestellt, dass das deutsche BIP-Wachstum um etwa 1 Prozentpunkt hinter dem EWU-Durchschnitt zurückgeblieben war. Während sich das deutsche BIP-Wachstum im Laufe des Jahres 1999 und im ersten Quartal 2000 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 0,9% gegenüber dem Vorquartal zumindest vorübergehend stark beschleunigte, traten die ungelösten strukturellen Probleme wieder in den Vordergrund, als der Hype um die „New Economy“ im Frühjahr 2000 zusammenbrach und der DAX-Index seinen dreijährigen Abwärtstrend begann, in dem er 73% seines Wertes einbüßte. Es bedurfte harter Arbeitsmarktreformen, die zu einem Rückgang der relativen Lohnstückkosten in Deutschland um 25% beitrugen, um die Wettbewerbsfähigkeit wiederzuerlangen und das Land in einen wirtschaftlichen Superstar zu verwandeln.<sup>2</sup>

### Das deutsche Arbeitsmarktwunder

Das hervorstechendste Merkmal der deutschen Wirtschaft ist der grundsätzliche Arbeitsmarkt. Während die Arbeitslosenquoten in vielen anderen Ländern während der globalen Finanzkrise 2007-2009 explodierten, stieg die jährliche Arbeitslosenquote in Deutschland nur um 0,3 Prozentpunkte auf 8,1% im Jahr 2009, nahm aber im darauffolgenden Jahr ihren langfristigen Rückgang wieder auf. Selbst im ersten Jahr der Coronavirus-Pandemie schrumpfte das deutsche BIP nur um 3,7% (etwa 2 ½ Prozentpunkte weniger als der EWU-Durchschnitt; USA: -2,8%). Deutschland wurde weithin für seinen Umgang mit der COVID-

<sup>1</sup> The Economist, "The sick man of the euro", 3. Juni 1999

<sup>2</sup> Christian Dustman et.al: "Germany's Resurgent Economy", Journal of Economic Perspectives, Band 28, Nummer 1, Winter 2014



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

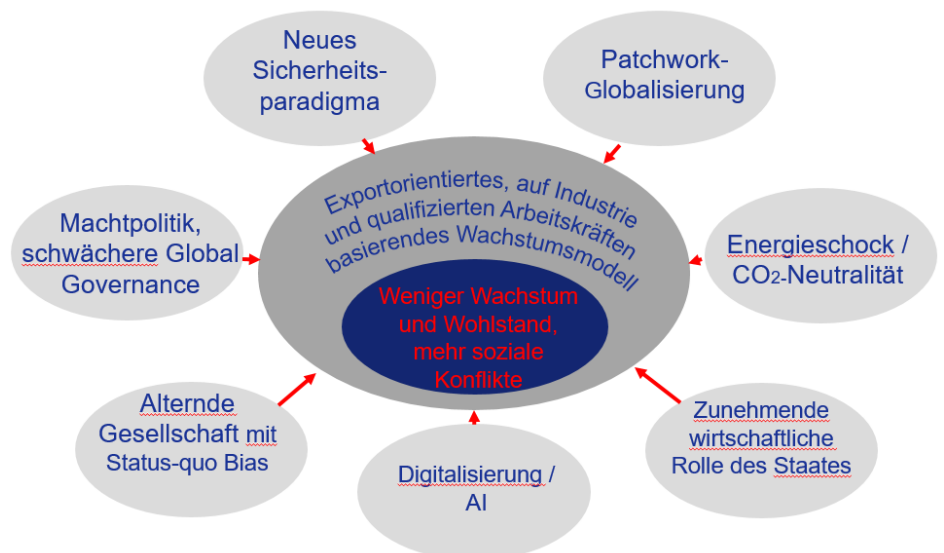
Krise und die allgemeine Widerstandsfähigkeit seiner Wirtschaft gelobt. Die staatlich subventionierten Kurzarbeitsprogramme – die auf dem Höhepunkt der Arbeitsmarktkrise bis zu 5,99 Mio. Menschen umfassten – hielten nicht nur die Arbeitslosenquote in Schach, sondern wurden sogar zum Vorbild für die Einführung ähnlicher Programme in anderen europäischen Ländern. Natürlich lösten die fast EUR 250 Mrd., die die Regierung während der COVID-Krise ausgab (zuzüglich eines beträchtlichen Betrags an Garantien), einige Bedenken hinsichtlich der Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen aus, aber angesichts der hervorragenden Ausgangsposition Deutschlands – Haushaltsüberschüsse seit 2014 hatten die öffentliche Schuldenquote bis 2019 auf 59,6% gesenkt – scheint der Anstieg verkraftbar.

### Ukraine-Krieg erschüttert drei externe Säulen des deutschen Wohlstands

Der russische Angriff auf die Ukraine versetzte der internationalen Wahrnehmung der deutschen Wirtschaft jedoch einen noch größeren Schlag. Mit dem (1) Ende des billigen russischen Gases, der endgültigen (2) Erkenntnis, dass China ein sehr viel schwierigerer Markt für deutsche Exporte und Unternehmen werden wird, was sich auch auf die Verfügbarkeit kritischer Rohstoffe und bereitgestellter Technologie auswirken könnte, und (3) der Einsicht, dass Deutschland deutlich mehr in seine eigene Sicherheit investieren muss, schienen drei Säulen des deutschen Wirtschaftserfolgs der letzten Jahrzehnte gleichzeitig ins Wanken zu kommen. Zusammen mit der notwendigen Klimawende, der demografischen Herausforderungen und einer immer stärker zunehmenden Belastung durch Regulierung und Bürokratie bedrohen diese Poly-Herausforderungen das Fundament des exportorientierten, industriellen und auf qualifizierten Arbeitskräften basierenden deutschen Wachstumsmodells.

#### Deutschlands Poly-Herausforderungen

3



Quelle: Deutsche Bank Research

Die Deutschen haben den Ruf, eher pessimistisch und sehr kritisch mit sich selbst zu sein. Vielleicht wird diese Episode der kollektiven Gewissensprüfung so ablaufen wie die vor 25 Jahren und Deutschland wird am Ende stärker sein



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

---

als zuvor. Ein Szenario, von dem politischen Entscheidungsträger in Berlin überzeugt zu sein scheinen.<sup>3</sup> Ende der 1990er Jahre waren die Probleme jedoch einfacher und klarer definiert und im Wesentlichen innenpolitischer Natur. Die notwendigen Maßnahmen zu ihrer Bewältigung – Arbeitsmarktreformen und Haushaltskonsolidierung – stammten aus dem Standardinstrumentarium der Mainstream-Ökonomie. Natürlich gab es auch damals Schocks wie 9/11, gefolgt von Kriegen, die schwer zu bewerten waren.<sup>4</sup>

### Deutsche industriebasierte Wirtschaft vor vielfältigen Herausforderungen

Aber dieses Mal macht das Zusammentreffen dieser Herausforderungen die Aufgabe erheblich schwieriger: Sie treffen Deutschland zu einem Zeitpunkt, an dem sein Wachstumspotenzial, d.h. letztlich die Ressourcen, die zur Bewältigung der Herausforderungen gebraucht werden, aufgrund des schrumpfenden Arbeitskräfteangebots auf unter 1% sinken wird. Dennoch könnte es Parallelen zwischen diesen beiden Episoden geben, die einige Anhaltspunkte liefern könnten, sodass wir im Folgenden einen kurzen Überblick über die stilisierten Fakten beider Episoden geben werden, wohl wissend, dass die Interpretation dieser Faktoren in der Vergangenheit und erst recht in der Gegenwart in erheblichem Maße subjektiv ist.

### Die Politik: Immer nach 16 Jahren Regentschaft eines konservativen Kanzlers / das verflixte sechzehnte Jahr

Helmut Kohl, der von 1982 bis 1998 mit den Liberalen regierte, und Angela Merkel, die von 2005 bis 2021, unterbrochen von einer Koalition mit den Liberalen (2009-2013), eine Koalition mit der SPD führte, haben auf den ersten Blick wenig gemeinsam, außer dass sie von 1990 bis 1998 demselben Kabinett angehörten. Aber beide waren ungewöhnlich lange Amtszeiten und beide hatten einen starken Fokus auf die Außenpolitik. Keiner von ihnen hatte starke wirtschaftliche Überzeugungen oder verfolgte eine klar umrissene wirtschaftspolitische Agenda. Während Helmut Kohl – zumindest von seinen konservativen Anhängern – als „Vater der deutschen Wiedervereinigung“ angesehen wurde, könnte man Angela Merkel angesichts ihrer wesentlichen Rolle in der europäischen Schuldenkrise wohl als die „Retterin der Währungsunion“ bezeichnen. Diese unvorhergesehenen Herausforderungen, die zum Teil wirtschaftlicher Natur waren, haben wahrscheinlich andere größere wirtschaftspolitische Initiativen auf die lange Bank geschoben. Dennoch spricht die Beobachtung, dass nach mehreren Amtszeiten der Reformbedarf zuzunehmen scheint, für die Idee, die Anzahl der Amtszeiten zu begrenzen, wie es beispielsweise beim US-Präsidenten der Fall ist.

### Schwierige Anfangsphasen für die neuen SPD-Kanzler

Aber es gibt noch weitere Parallelen. 1998 hatte die neue rot-grüne Regierung einen holprigen Start. Die keynesianisch/umverteilungsorientierten Vorstellungen von Finanzminister Oskar Lafontaine kollidierten mit den eher wirtschaftsfreundlichen Absichten von Bundeskanzler Schröder. Zum Jahreswechsel war der Optimismus unter den Verbrauchern stark gestiegen, während die Stimmung in der Wirtschaft nahezu zusammenbrach. Der Konflikt wurde mit dem überraschenden Rücktritt Lafontaines am 11. März 1999 gelöst.

---

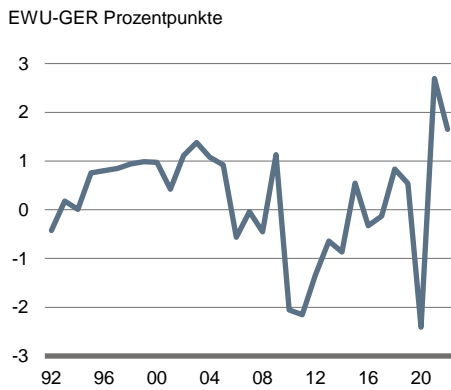
<sup>3</sup> WELT, „Scholz verspricht sich Wachstum wie zu Zeiten des Wirtschaftswunders“, 10.03.2023

<sup>4</sup> Sachverständigenrat Jahresgutachten 2001/02, „Für Stetigkeit - gegen Aktionismus“



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

### Wachstumslücke verbreitert sich wieder 4



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

### Deutschland: Relative Lohnstückkosten 5



Quelle: OECD

### Deutschlands Anteil am Welt-Güterexport 6



Quelle: AMECO

Als Bundeskanzler Scholz und die Ampelkoalition im Dezember 2021 ihr Amt antraten, drückten die immer noch andauernde COVID-Krise und steigende Inflationsraten – im November lag die Verbraucherpreisinflation bei 5,2% – auf die Stimmung. In der traditionellen Allensbach-Umfrage zu Jahresbeginn sahen nur magere 40% dem neuen Jahr mit Hoffnung entgegen (dass es besser wird).<sup>5</sup> Der russische Angriff auf die Ukraine hat im Februar 2022 nicht nur die Energiepreisinflation weiter angeheizt, sondern auch die meisten Projekte, die die neue Regierung, die neue Fortschrittskoalition, zu Beginn ihrer Amtszeit in Angriff nehmen wollte, zumindest vorübergehend zum Stillstand gebracht.

### BIP-Wachstum: Unter dem EWU-Durchschnitt

Im Juni 1999 zeigten die vier letzten verfügbaren BIP-Werte (Q1 1998 bis Q4 1998), dass sich die durchschnittliche Wachstumsrate auf magere 0,15% qoq verlangsamte, wobei die jährliche Wachstumsrate von 3,3% in Q1 1998 auf 0,6% in Q4 zurückging. Diesmal verlangsamte sich das vierteljährliche BIP-Wachstum in den letzten vier verfügbaren Quartalen (Q2'22 bis Q1'23) auf fast die gleiche Rate (0,13%), und Deutschland geriet im Winterhalbjahr sogar in eine technische Rezession. Die Jahreswachstumsrate verringerte sich von 1,7% in Q2'22 auf -0,2% in Q1'23. Der Wachstumsrückstand gegenüber der WWU hat wahrscheinlich noch mehr am deutschen Selbstbewusstsein genagt. Im Zeitraum 1998 bis 2005 blieb das deutsche BIP-Wachstum um rund 1 vollen Prozentpunkt pro Jahr hinter dem EWU-Durchschnitt zurück. Im Jahr 2021/22 übertraf das EWU-Wachstum das deutsche Pendant um durchschnittlich 2,2 Prozentpunkte pro Jahr.

### Globaler Gegenwind trifft den Exportweltmeister<sup>6</sup>

Der Welthandel hatte in den neunziger Jahren stark zugenommen. Doch die Konzentration der inländischen Ressourcen auf den Wiederaufbau der fünf neuen Bundesländer, die Asien- und Russlandkrise gegen Ende des Jahrzehnts und die verzögerten Auswirkungen des Anstiegs der deutschen Lohnstückkosten um fast 20% in der ersten Hälfte des Jahrzehnts ließen den deutschen Anteil an den weltweiten Ausfuhren von 11,6% im Jahr 1991 auf 8,5% im Jahr 2000 sinken. In ähnlicher Weise sank der deutsche Exportanteil von 8,4% (2016) auf 6,7% im Jahr 2022, wobei die COVID-Krise und die weltweiten Versorgungsengpässe wichtige Faktoren waren.

### Fiskalpolitik – Absicht, die Haushaltsdefizite zu reduzieren

Bei Schröders Amtsantritt Ende 1998 näherte sich die deutsche Staatsverschuldung 60% des BIP, während sie 1991 noch bei einem – heute kaum noch vorstellbaren – Wert von 39% lag, bevor die Kosten für den Wiederaufbau Ostdeutschlands zu einer rapiden Verschlechterung führten. Als Konsequenz wurde im Koalitionsvertrag von 1998 neben der Senkung der Arbeitslosenzahl (4,4 Mio. im Jahr 1998) die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen als zentrales Ziel hervorgehoben.<sup>7</sup> Gleichzeitig setzte die rot-grüne Regierung ein dreistufiges Steuerentlastungsprogramm (2001/2003/2005) um, das den Körperschaftssteuersatz auf 25% senkte und den Spitzensteuersatz auf 42% und den Grenzsteuersatz auf 15% reduzierte.

<sup>5</sup> FAZ, „Deutsche Fragen - Deutsche Antworten: Eine Funke Hoffnung“, 21.12.2022

<sup>6</sup> Deutschland hat diesen Titel 2009 endgültig an China verloren.

<sup>7</sup> „Aufbruch und Erneuerung – Deutschlands Weg in das 21. Jahrhundert“, Koalitionsvereinbarung zwischen der SPD und Bündnis 90/Die Grünen

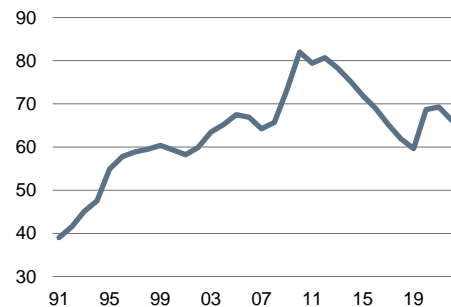


## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

### Staatsverschuldung

7

in % des BIP

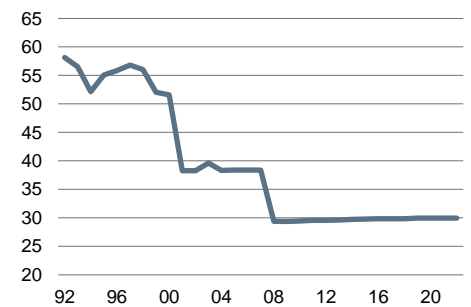


Quelle: Deutsche Bundesbank

### Kombinierter Körperschaftssteuersatz

8

%



Quelle: OECD

### Strukturelles öffentliches Defizit

9

in % des potenziellen BIP



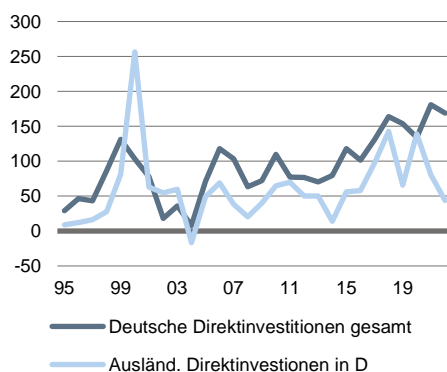
Quelle: AMECO

Als Scholz und Finanzminister Lindner 2021 ihr Amt antraten, hatte die Corona-virus-Pandemie den Goldlöckchen-Jahren mit kontinuierlichen Haushaltsüberschüssen (2014 bis 2019) ein jähes Ende bereitet. Im Jahr 2021 verzeichnete Deutschland ein Haushaltsdefizit von 4,1% und die Schuldenquote war innerhalb von nur zwei Jahren von 59,6% auf 69,3% gestiegen. Obwohl die Finanzpolitik erst ganz am Ende des Koalitionsvertrags 2021 behandelt wird, erklärten die Koalitionspartner, dass ihre fiskalische Ausgangslage „anspruchsvoll“ sei:<sup>8</sup> (Nota bene, das war, bevor der russische Angriff auf die Ukraine die Notwendigkeit weiterer substanzieller fiskalischer Programme auslöste.) Die Haushaltslage und die klare Absicht, die Schuldenbremse 2023 wieder einzuhalten, sowie grundsätzlich unterschiedliche Auffassungen der Koalitionspartner verhindern eine große Steuerreform. Dennoch ergreift die Regierung Maßnahmen, um den Anstieg der Steuerklassen durch Änderungen der Steuersätze und Steuerfreibeträge zu stoppen. Die Steuererleichterungen belaufen sich auf EUR 18,6 Mrd. (bis zu EUR 31,8 Mrd. im Jahr 2024) und betreffen 48 Mio. Bürger. Darüber hinaus hat Finanzminister Lindner in diesem Monat ein „Wachstums-Chancen-Gesetz“ vorgeschlagen, das 50 verschiedene Maßnahmen zur Senkung der Körperschaftssteuerbelastung um rund EUR 6 Mrd. pro Jahr enthält (Einzelheiten siehe Artikel „Rück- und Ausblick zur Halbzeit – Anpassung des Wachstumsmodells im Fokus“ auf Seite 40).

### Direktinvestitionen

10

Mrd. EUR



Quelle: Deutsche Bundesbank

## Direktinvestitionen – Abstimmung mit den Füßen

Die Höhe ausländischer Direktinvestitionen sind wahrscheinlich einer der besten Maßstäbe dafür, wie ein Land von internationalen Unternehmen wahrgenommen wird, deren Standortentscheidungen zumeist auf umfangreichen vergleichenden Analysen basieren. In den frühen 2000er Jahren gingen die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland drastisch zurück und erreichten 2004 ihren Tiefpunkt, als Ausländer tatsächlich nicht mehr in Deutschland investierten. Auch die deutschen Investitionen im Ausland gingen zurück und erreichten 2004 ihren Tiefpunkt.

In den Jahren 2021/22 gingen die Zuflüsse ausländischer Investitionen wieder drastisch zurück. Im Gegensatz dazu nahmen die deutschen Direktinvestitionen im Ausland weiterhin stark zu. Infolgedessen verließen 2022 netto EUR 125 Mrd. Deutschland. Ein weiterer Rekord nach EUR 110 Mrd. im Jahr 2021 und

<sup>8</sup> „Mehr Fortschritt wagen, Bündnis für Freiheit, Gerechtigkeit und Nachhaltigkeit“, Koalitionsvertrag zwischen SPD, Bündnis 90/Die Grünen und FDP



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

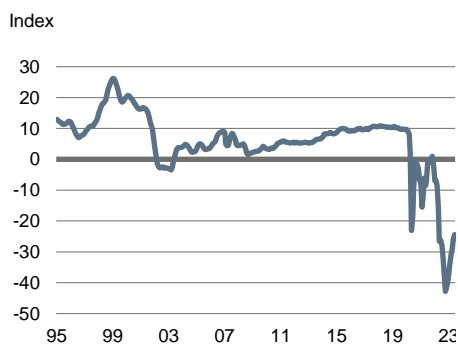
ein deutliches Alarmsignal im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands.<sup>9</sup>

### Die Stimmung in der Bevölkerung

Während der Durchschnittsbürger die Wirtschaftsstatistiken vielleicht nicht im Detail verfolgt, üben der Nachrichtenfluss und die öffentliche Debatte, in der Nachrichten im Kontext der vorherrschenden Erzählung interpretiert werden, einen starken Einfluss auf die öffentliche Meinung aus.

Konsumentenvertrauen

11



Quelle: GfK

### Das Verbrauchervertrauen ist stark gesunken

Das Verbrauchervertrauen, das die Entwicklungen durch eine eher wirtschaftliche Brille betrachtet, erreichte Anfang 1999, also Monate vor der Veröffentlichung des Economist-Artikels, eine Reihe von Höchstständen. Es folgte ein vierjähriger Rückgang, der erst im Frühjahr 2003 endete. Verglichen mit dem Einbruch des Verbrauchervertrauens zu Beginn der COVID-Pandemie und erneut während des russischen Angriffs auf die Ukraine sowie während des Inflationsschubs im Jahr 2022 war der Rückgang in den frühen 2000er Jahren jedoch eher moderat.

### Die Schröder-Reformjahre forderten ihren Tribut

Politische Umfragen geben differenziertere Einblicke in die Stimmungslage der Bürger. Zum Jahreswechsel 1998/99, als die neue rot-grüne Regierung gerade ihr Amt angetreten hatte, nahm der Optimismus in der deutschen Bevölkerung stark zu. In der traditionellen Allensbach-Neujahrsumfrage gab eine knappe Mehrheit von 51% an, optimistisch in das Jahr 1999 zu blicken, während 1997 und 1998 noch die Pessimisten die Oberhand hatten. Der Wachstumsschub der New Economy und die Aktienmarktrallye im Jahr 2000 (trotz der bereits einsetzenden Korrektur) trugen Anfang 2001 sogar zu einer „überschwänglichen Stimmung“ bei. Laut der Allensbach-Umfrage sahen 56% der Bevölkerung dem neuen Jahr optimistisch entgegen. Doch von da an ging es bergab. Der Schock vom 11. September 2001 ließ den Anteil der Optimisten nach einem kurzen Aufschwung auf 30% sinken. Im Dezember 2022 sank er wieder auf 31%. In einem FAZ-Artikel schrieb der Leiter des Allensbach-Instituts, die Deutschen seien selten so niedergeschlagen gewesen wie zu Beginn des Jahres 2003, wobei die düsteren Konjunkturaussichten und die Sorge um den Arbeitsplatz die Hauptgründe seien.<sup>10</sup> Ein Jahr später diagnostizierten die Allensbach-Forscher ein „entmutigtes Volk“, das weitere Arbeitsplatzverluste und Verlagerungen von Fabriken und sogar Forschungs- und Entwicklungsabteilungen befürchtet. Erst 2005/06 besserte sich die Stimmung, die Zahl der Optimisten stieg wieder auf 45%. Damals war Schröder allerdings nach seiner zweiten Amtszeit abgewählt worden – nicht zuletzt wegen der unpopulären Arbeitsmarktreformen (Hartz-Reformen)<sup>11</sup>, und die erste Groko-Regierung unter Bundeskanzlerin Merkel hatte bereits ihr Amt angetreten.

<sup>9</sup> IW, „Investitionen: Geldabflüsse in Deutschland so hoch wie nie“, 28. Juni 2023

<sup>10</sup> FAZ, „Worüber man in Deutschland spricht“, 29.01.2003

<sup>11</sup> Joachim Ragnitz, „Zehn Jahre Hartz-Reform in Deutschland“, ifo Dresden, 2015



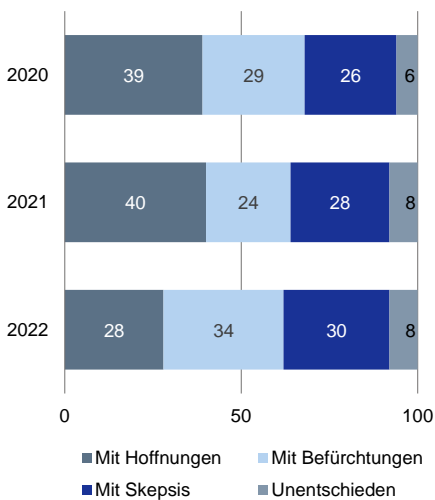
## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

### COVID und Ukraine-Krieg: Deutsche stürzen in einen kollektiven Blues

Deutsche weniger hoffnungsvoll zu Beginn dieses Jahres

12

% der Antworten



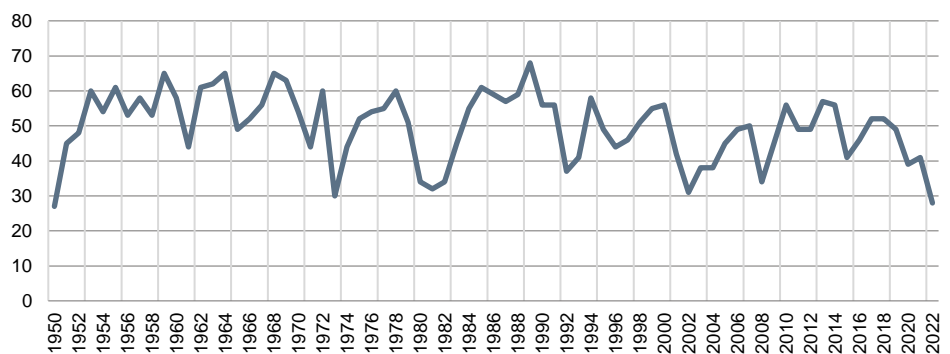
Umfrage: „Sehen Sie dem neuen Jahr mit Hoffnungen oder Befürchtungen entgegen?“, Dez. 2022  
Quelle: ifd-Allensbach

Zu Beginn dieses Jahrzehnts löste die Coronavirus-Pandemie einen massiven Vertrauenschock aus, mit mageren 40% der Bevölkerung, die dem neuen Jahr hoffnungsvoll entgegensahen – sehr niedrige Werte im historischen Vergleich. Nach dem russischen Angriff auf die Ukraine sank der Anteil der Optimisten auf einen historischen Tiefstand von 19%, bis Oktober ließen die steigende Inflation und die Sorge um die Gasversorgung die Zahl auf 16% sinken. Bis zum Jahresende erholte sich die Zahl etwas und lag bei 28%.<sup>12</sup>

Umfrage: „Sehen Sie dem Jahr 2023 mit Hoffnungen oder Befürchtungen entgegen?“

13

% der Nennungen, Wert für Hoffnung



Basis: Umfragen jeweils am Jahresende, 1949-1989: Westdeutschland, ab 1990 Gesamtdeutschland  
Quelle: Institut für Demoskopie Allensbach, Allensbacher Archiv, zuletzt ifd-Umfrage 12065, Dez. 2022

### Diesmal ist es anders – vor allem auf dem Arbeitsmarkt

Aus der Vogelperspektive betrachtet, gibt es in der Tat einige starke Parallelen zwischen den deutschen Problemen Ende der 1990er Jahre und den aktuellen Problemen, obwohl es auch deutliche Unterschiede gibt. Der auffälligste Unterschied ist natürlich die Situation auf dem Arbeitsmarkt. Damals war die steigende Arbeitslosigkeit die Hauptsorge der Bürger und der Regierung gleichermaßen. Im Februar 2005 erreichte die Zahl der registrierten Arbeitslosen mit 5,2 Millionen einen Nachkriegshöchststand, was vor allem auf die schwache Konjunktur, aber auch auf Einmaleffekte infolge statistischer Änderungen im Sozialversicherungssystem zurückzuführen war. Einige Kommentatoren verglichen die Situation sogar mit der Weimarer Republik, in der die Zahl der Arbeitslosen im Jahr 1932 6 Millionen erreicht hatte.

Die weitreichenden Arbeitsmarktreformen wurden zum wirtschaftlichen Markenzeichen der Regierung Schröder, obwohl sich ihr Erfolg erst nach seiner Abwahl 2005 einstellte. Die wichtigsten Maßnahmen der sogenannten Hartz-Reformen waren (1) eine Neuorganisation der deutschen Arbeitsagentur, (2) die Schaffung eines Niedriglohnsektors durch flexiblere Regelungen für Leiharbeit, die Einführung von geringfügig entlohnten Mini- und Midi-Jobs, die teilweise von Sozialversicherungsbeiträgen befreit wurden, und eine staatlich geförderte Initiative zur Förderung der Selbstständigkeit (Ich-AGs), (3) die Zusammenlegung von Arbeitslosenhilfe und Sozialhilfe, (4) und eine zeitliche Begrenzung des Bezugs von (höherem) Arbeitslosengeld, dessen Höhe an das vorherige Gehalt gekoppelt ist. Auch wenn einige dieser Maßnahmen sich in einer von der Regierung in Auftrag gegebenen Evaluierung als unwirksam herausgestellt haben, besteht weitgehende Einigkeit darüber, dass diese Reformen – und das durch sie herbeigeführte neue Kräfteverhältnis zwischen Gewerkschaften und Arbeitgebern – der Hauptgrund für den säkularen Rückgang der deutschen Arbeitslosenquote

<sup>12</sup> FAZ, „Einen Funken Hoffnung“, 21.12.2022

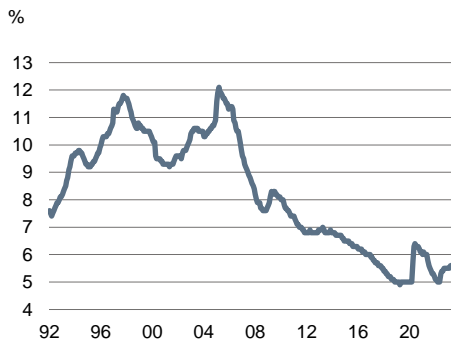


„Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

von 12,1% im Frühjahr 2005 auf ein Allzeittief von 4,9% im Frühjahr 2019 waren (nationale Definition, magere 2,9% nach der ILO-Definition).

Arbeitslosenquote

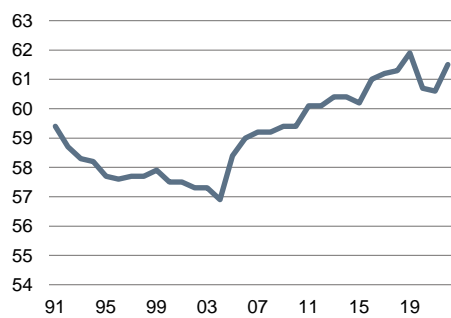
14



Quelle: Statistisches Bundesamt

Erwerbstätigenquote

15



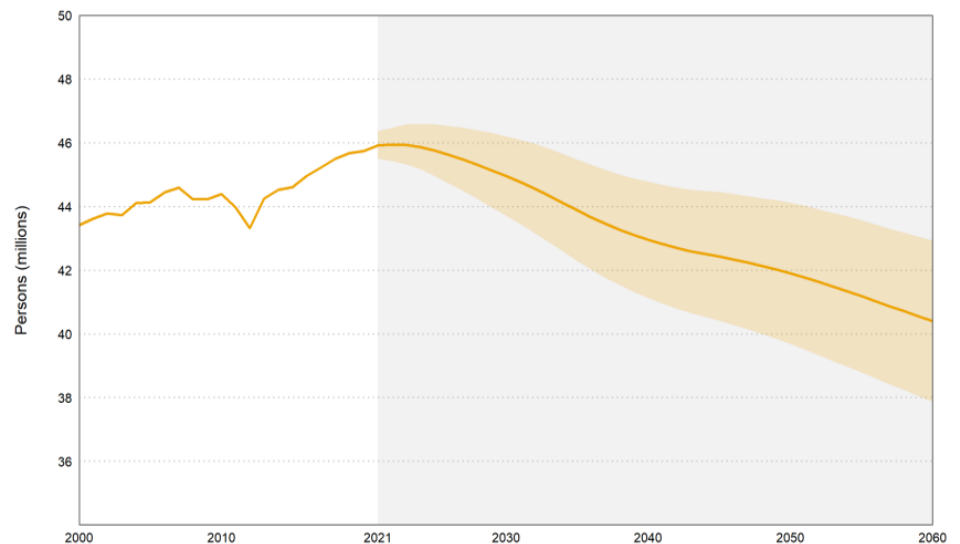
Quelle: ILO

Arbeitsmarkt ein konjunkturelles Bollwerk, ...

Diesmal ist der Arbeitsmarkt sicher nicht mehr das Epizentrum der deutschen Probleme wie Ende der 1990er Jahre und in der ersten Hälfte des darauffolgenden Jahrzehnts. Zwar haben die schleppende Konjunktur und die Auswirkungen der Integration ukrainischer Flüchtlinge in den Arbeitsmarkt (Details siehe Artikel „Robuster Arbeitsmarkt stößt an strukturelle Grenzen“ auf Seite 22) die Arbeitslosenquote um etwa ¾ Prozentpunkt auf 5,7% ansteigen lassen. Nach der IAO-Definition liegt sie immer noch bei mageren 2,9%, weniger als die Hälfte des EWU-Durchschnitts und fast einen Prozentpunkt unter dem US-amerikanischen Wert.

Geschätztes bisheriges und prognostiziertes Arbeitskräftepotenzial

16



Anmerkung: Der orange schattierte Bereich zeigt das 66%ige Vertrauens-Intervall an. Der grau schattierte Bereich zeigt den Prognosehorizont an.

Quelle: Eigene Berechnung des Autors. Verwendete Daten wie im Text erläutert; Copyright IAB

... aber eine zunehmende strukturelle Schwäche

Es überrascht nicht, dass der Höchststand der deutschen Arbeitslosenquote im Jahr 2005 mit dem Höchststand der deutschen Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter zusammenfiel, die in jenem Jahr etwa 64 Millionen Menschen umfasste. Aufgrund einer stark steigenden Erwerbsquote – teils ausgelöst durch die Hartz-Reformen, teils durch ein besseres Kinderbetreuungsangebot – nahm das tatsächliche Erwerbspersonenpotenzial weiter zu. Im vergangenen und in diesem Jahr zusammengenommen könnte es aufgrund des starken Zustroms von Zuwanderern sogar um etwa 750.000 auf 48,2 Mio. steigen. Die meisten Prognosen gehen jedoch davon aus, dass es in den kommenden Jahrzehnten trotz der starken Zuwanderung deutlich zurückgehen wird. Schätzungen gehen davon aus, dass derzeit rund 630.000 zusätzliche qualifizierte Arbeitskräfte pro Jahr benötigt werden (BMWK). Im Frühjahr 2023 gaben rund 42% der deutschen Unternehmen an, dass ihre Tätigkeit durch den Mangel an qualifiziertem Personal beeinträchtigt wird. Da in den kommenden Jahren rund 12 Mio. Babyboomer – die meisten von ihnen gut qualifiziert – in den Ruhestand gehen werden, wird der Mangel an Arbeitskräften immer drängender und in der zweiten Hälfte des



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

---

Jahrzehnts der Hauptfaktor sein, der das Potenzialwachstum in Richtung 0,5% bremst. Neben verschiedenen Qualifizierungsmaßnahmen zur Erhöhung des inländischen Fachkräfteangebots hat die Regierung im Juni 2023 ein neues Fachkräfteeinwanderungsgesetz auf den Weg gebracht, das die Anerkennung ausländischer Qualifikationen und Berufserfahrungen vereinfachen und ein Punktesystem (Chancenkarte) einführen wird, um potenzielle Bewerber anzuziehen.

Doch die Herausforderung, Arbeitskräfte aus dem Ausland zu gewinnen, während in vielen Ländern auch die demografische Entwicklung das Angebot bremst und viele ehemalige Herkunftsländer inzwischen ebenfalls hervorragende berufliche Perspektiven bieten, macht dies wahrscheinlich zu einer schwierigen Aufgabe.

Außerdem ist die Demografie nur eines der drei „D“, die die Regierung hervorhebt (Demografie, Digitalisierung, Dekarbonisierung). Ein Blick auf das Schaubild mit den vielen Herausforderungen zeigt, dass es noch viele weitere gibt, die die Regierung zum Teil bereits in Angriff genommen hat, zum Beispiel mit der Sicherheits- und der China-Strategie.

### Deutschland beginnt, die Herausforderungen anzugehen

Längerfristige Vorhersagen, die versuchen, strukturelle Veränderungen und ihre Auswirkungen auf das Wachstum zu antizipieren, zeigen, dass solche Prognosen in der Regel nicht zutreffen. Siehe z.B. die populären Warnungen vor dem Aufstieg Japans zur wirtschaftlichen Supermacht in den 70er und frühen 80er Jahren oder der Hype um die BRIC-Staaten in den frühen 2000er Jahren. Darüber hinaus betreffen viele dieser Poly-Herausforderungen auch andere Länder, obwohl Deutschland der Erosion der drei oben genannten Säulen seines Wohlstands besonders ausgesetzt ist. Wir stimmen mit dem Chor der Wirtschaftsexperten überein, die erwarten, dass die nächsten Jahre hart werden, was sich auch in unseren gedämpften BIP-Prognosen widerspiegelt. Wir sollten jedoch nicht vergessen, dass Deutschland noch über einige Trümpfe verfügt. An erster Stelle ist hier die große Zahl der vielfältigen mittelständischen Unternehmen zu nennen, die das Rückgrat der deutschen Anpassungsfähigkeit bilden. Zweitens sind die öffentlichen Finanzen (und die niedrige Verschuldung des Privatsektors) trotz der Rückschläge durch COVID und den Ukraine-Krieg unter den G7-Ländern herausragend und bieten mehr Handlungsspielraum als in den meisten anderen Ländern. Darüber hinaus scheint die Debatte über den Standort Deutschland und die Wettbewerbsfähigkeit viel intensiver zu sein als in vielen anderen europäischen Ländern. Diesmal gibt es keine vorgefertigten Lösungen. Deutschland muss experimentieren und neue Wege finden, auch mit dem Risiko temporärer Misserfolge, mit dem sich die perfektionistischen Deutschen schwer tun. Aber die Erkenntnis der Herausforderung ist sicherlich eine wichtige Voraussetzung, um solche Lösungen zu suchen und zu finden. Die Geschichte kann ermutigend sein, der erfolgreiche Aufbau Ostdeutschlands und die Überwindung des „kranken Mannes von Europa“ vor 20 Jahren können dabei als Leitfaden dienen.

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



## Nowcasting des deutschen BIP – eine gewisse Erholung in H2 ist immer noch zu erwarten

- Unser neues Nowcast-Modell ist eine nützliche Ergänzung der kurz- und mittelfristigen BIP-Prognose, insbesondere aufgrund der Verwendung einer erweiterten und höherfrequenten Datenbasis. Da es auf dynamischen Faktoren basiert, bietet es mehr Flexibilität, um zeitnahe Informationen zu erfassen, die sowohl die Prognosen als auch die Nowcasts beeinflussen.
- Die deutsche Wirtschaft kämpft um eine Erholung. Nach dem starken Rückschlag im März haben die harten Daten zumindest etwas aufgeholt. Trotz aller Unsicherheiten scheint in Q2 ein BIP-Wachstum von 0,2% gg. Vq. zu sein, insbesondere nach der deutlichen Revision der Einzelhandelsumsätze.
- Angesichts der bisher vorliegenden harten Daten und des gesamtwirtschaftlichen Umfelds fühlen wir uns mit unserer BIP-Prognose von -0,3% für das Gesamtjahr 2023 und 0,5% für 2024 nach wie vor wohl. Dennoch deuten die aktuellen Stimmungsindikatoren auf Abwärtsrisiken im zweiten Halbjahr hin.

### Unser neues Nowcast-Modell für das deutsche BIP

Die vierteljährlichen BIP-Wachstumsraten werden mit erheblicher zeitlicher Verzögerung publiziert. Das Statistische Bundesamt veröffentlicht 30 Tage nach Quartalsende eine erste Schnellschätzung (z.B. 2023 Q2: 28. Juli), die – wie die jüngsten Daten zeigten – mit dem endgültigen Ergebnis noch revidiert werden kann. Aufgrund der Bedeutung der BIP-Wachstumsrate sind gute Schätzungen jedoch schon früher erforderlich.

Der Begriff „Nowcasting“ bezieht sich im Weiteren auf die Schätzung des BIP-Wachstums in einem Quartal, für das bislang nur monatliche Daten relevanter Indikatoren vorliegen, aber noch keine Schnellschätzung oder endgültige BIP-Daten. „Prognose“ bezieht sich auf den Zeitraum zukünftiger Quartale, für die auch noch keine monatlichen Daten vorliegen.

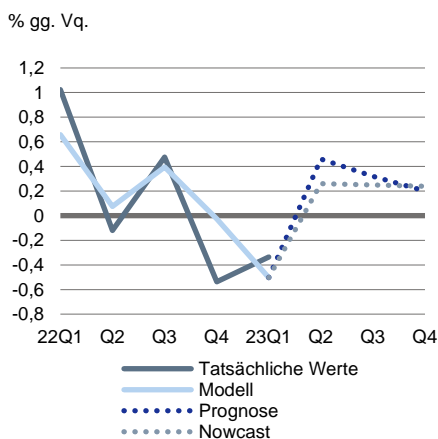
Unser neuer Nowcast-Ansatz ergänzt eine Reihe von Brückengleichungsmodellen. Er basiert auf einem dynamischen Faktormodell, das dem Nowcast-Modell der New Yorker Fed folgt. Dieser Ansatz ermöglicht es, eine breitere Palette von Indikatoren mit höherer Frequenz zu verwenden. Das erlaubt es, kontinuierlich aktualisierte Schätzungen der vierteljährlichen BIP-Wachstumsraten zu erstellen, wenn die entsprechenden Indikatoren in einer höheren, z.B. monatlichen, Frequenz veröffentlicht werden.

Nach unserem aktuellen Nowcast für Q2 könnte das deutsche BIP um gut 0,2% gg. Vq. gewachsen sein. Das entspricht auch unserer Gesamtprognose für das abgelaufene Quartal. Für Q3 2023 prognostizierte das Modell zuvor eine Wachstumsrate von 0,32%, der Nowcast nach den ersten Daten steht nun bei rund 0,25%. Beide Werte liegen knapp unter unserer Basiserwartung (Q3: 0,4%). Alles in allem deutet dies auf eine leichte Erholung von der technischen Rezession im Winterhalbjahr hin.

Für das hier erläuterte Nowcast-Modell haben wir einen umfangreichen Datensatz von 105 Indikatoren zusammengestellt, die alle monatlich veröffentlicht werden. Darin sind unter anderem Daten zu Inflation, Arbeitsmarkt, Industrieproduktion, Verbrauchervertrauen, Stimmungsindikatoren der Unternehmen, Handel enthalten, sodass sich insgesamt 13 Indikatorgruppen ergeben. Die Auswahl der Variablen basiert auf der Nowcasting-Literatur und der Wirtschaftstheorie.

Deutsches BIP: Nowcast und Prognose

1



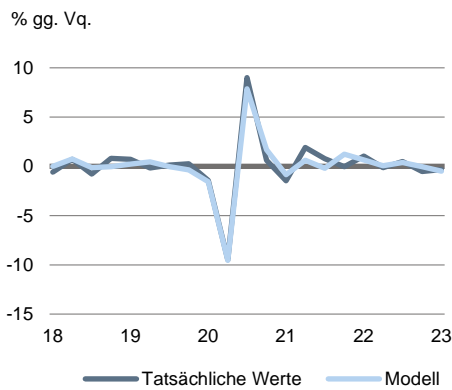
Quelle: Deutsche Bank Research



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

In-Sample-Anpassung des Modells

2



Quelle: Deutsche Bank Research

Zur Dimensionsreduktion werden die Informationen dieser 105 vorselektierten Indikatoren mithilfe einer Hauptkomponentenanalyse zu (synthetischen) Faktoren verdichtet. Die daraus resultierenden Faktoren werden dann als Input für die Berechnung des Nowcasts verwendet.

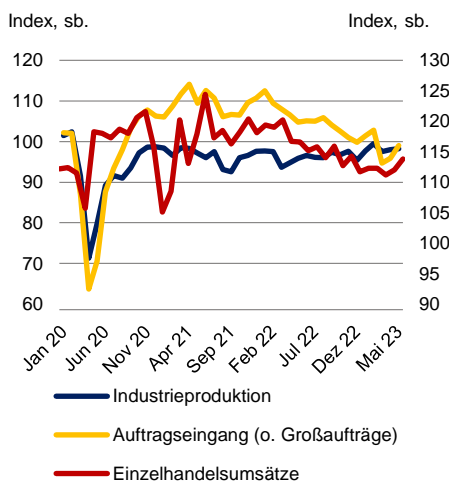
Eine Hauptschwierigkeit ist der Umgang mit den potenziellen nichtlinearen Auswirkungen der zuvor geschätzten Faktoren auf die Wachstumsrate. Eine weitere Herausforderung liegt in der gemischten Frequenz der monatlichen Faktoren zur Vorhersage der vierteljährlichen Zielvariable.

Die Parameter des Modells werden in einem Rolling-Window-Ansatz über die letzten 15 Jahre bis zum letzten abgeschlossenen Quartal (in diesem Fall Q1 2023) mithilfe eines sogenannten EM-Algorithmus (Expectation-Maximization-Algorithmus) geschätzt.

Da der Einfluss der Faktoren zeitlich variieren kann (d.h. dynamisch ist), bietet der Ansatz mehr Flexibilität, um Informationen zu erfassen, die sowohl Prognosen als auch Nowcasts beeinflussen. Dies spiegelt sich auch in der guten „in-sample“ Anpassung des Modells wider (Grafik 2). Die kontinuierliche Aktualisierung des Modells mit höherfrequenten Indikatoren ermöglicht es zu quantifizieren, wie deren Veröffentlichung bzw. die zusätzliche Information zum Nowcast beiträgt.

Entscheidende Wirtschaftsdaten erholen sich bis Mai teilweise

3



Quelle: Statistisches Bundesamt

Somit ist das neue Nowcast-Modell eine nützliche Ergänzung unserer kurz- und mittelfristigen BIP-Prognose, die einem gepoolten Prognoseansatz folgt, insbesondere durch die Verwendung einer erweiterten und höherfrequenten Datenbasis.

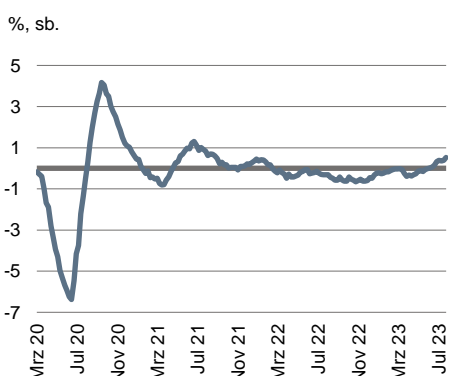
### Konjunktur startet erwartungsgemäß schwach in den Sommer

Nach einer Rezession über zwei Quartale, in der die Wirtschaftsleistung kumuliert um fast 0,9 Prozentpunkte zurückging, hat die deutsche Konjunktur Mühe, im Sommer wieder Tritt zu fassen. Nach dem scharfen Rückschlag im März haben die harten Wirtschaftsdaten im Mai zumindest wieder etwas aufgeholt.

Trotz aller Unsicherheiten scheint unsere Prognose eines BIP-Wachstums von 0,2% gg. Vq. in Q2 noch in Reichweite zu sein, insbesondere nach der deutlichen Revision der Einzelhandelsumsätze vom Mai (1,6% gg. Vm., vorl. 0,4%). Auch der wöchentliche Aktivitätsindex der Bundesbank erholte sich in Q2 deutlich und setzte diese Entwicklung auch im dritten Quartal fort.

Wöchentlicher Aktivitätsindex der Bundesbank noch auf Erholungskurs

4



Quelle: Deutsche Bundesbank

Es hängt jedoch noch einiges davon ab, wie sich vor allem die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe im Juni entwickelt hat. Nach den enttäuschenden Märzdaten liegt sie im 2-Monatsvergleich von April und Mai gegenüber Februar und März noch rund 0,4% im Minus. Unter Berücksichtigung der wöchentlichen Maut-Fahrleistungsdaten könnte die Industrieproduktion im Juli zumindest seitwärts tendiert haben. Ausgehend von den Stimmungsdaten dürfte der Dienstleistungssektor in Q2 (PMI: 55,8) das Wachstum gestützt haben.

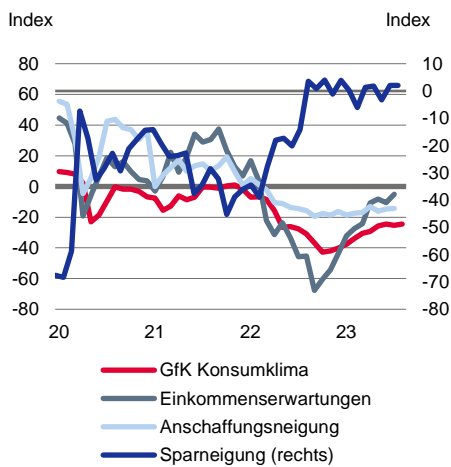
### Sentiment startet schwach in Q3 – Lichtblicke sind die Einkommens- und Inflationsentwicklung

Das Positive vorneweg. Wir erwarten in Q3 immer noch eine gewisse Aufholbewegung beim privaten Verbrauch und damit auch beim BIP (Q3: 0,4% gg. Vq.), wenn die Gesamtinflation weiter zurückgeht und die vereinbarten Lohnerhöhungen bzw. steuer- und abgabebefreiten Inflationsausgleichszahlungen wirksam werden. Zudem wurden die Renten für rund 21 Mio. Ruheständler zum 1. Juli um 4,39% im Westen und 5,86% im Osten angehoben.



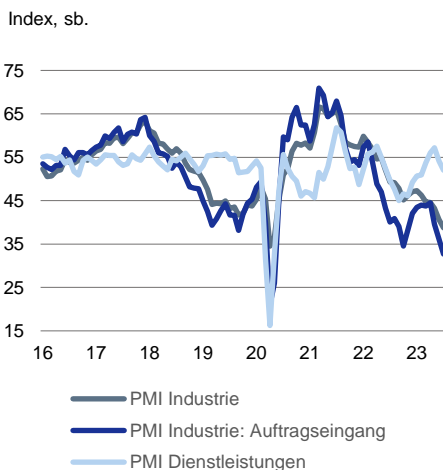
## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

### Konsumklima: Einkommenserwartungen stabilisieren, Kaufneigung noch schwach 5



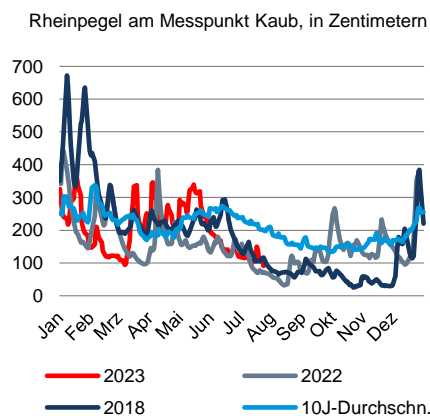
Quelle: GfK

### PMIs: Dichotomie von Verarbeitendem Gewerbe und Dienstleistungen 6



Quellen: S&P, HCOB

### Pegel des Rheins weckten zuletzt Erinnerungen an 2022 und 2018 7



Quellen: Wasserstraßen- und Schifffahrtsverwaltung des Bundes, Bloomberg Finance LP

Das am GfK-Index gemessene Verbrauchervertrauen für den August hat sich etwas erholt auf -24,4 Punkte (+0,8 gg. Vm.). Vor allem die Einkommenserwartungen haben sich spürbar verbessert, während die Anschaffungsneigung vorerst noch fast unverändert schwach bleibt.

Im Verarbeitenden Gewerbe scheint sich der Pessimismus allerdings vorerst verfestigt zu haben. Der Einkaufsmanager-Index (PMI) für die Industrie liegt schon seit Mitte 2022 im kontraktiven Bereich von unter 50 und enttäuschte auch im Juli mit einem Absacken auf 38,8 (Erstmeldung), dem tiefsten Stand seit Mai 2020!

Auch das ifo Geschäftsklima für das Verarbeitende Gewerbe sackte im Juli (-6,6 gg. Vm. auf 3,6 Saldenpunkte) weiter ab, vor allem getrieben durch eine Verschlechterung der Lageeinschätzung. Die Kapazitätsauslastung gibt in Q3 um 1,4 %-Punkte nach, auf 83%. Damit liegt sie erstmals seit gut zwei Jahren unter ihrem langfristigen Mittelwert von 83,6%.

Wenngleich sich die zum Jahreswechsel befürchteten Risiken für die Energieversorgung nicht materialisiert haben, belastet nun die schwache Globalkonjunktur den Ausblick und die Lageeinschätzung der Industrie. Vor allem die schwächer als erwartet ausfallende Konjunkturerholung in China dürfte das Geschäftsklima belasten.

Nicht zuletzt vor diesem Hintergrund sind die Unternehmen vorsichtiger bei der Auftragsvergabe geworden und könnten auch noch über ausreichend Vorräte an Produktionsmaterial verfügen. Die PMI-Komponente der Neuaufträge sank im Juli auf 32,7 und damit ebenfalls auf den tiefsten Stand seit Mai 2020.

Hinsichtlich der schwächeren Erholung von Chinas Wirtschaft und der von uns zum Jahresende noch erwarteten leichten US-Rezession dürften auch die Impulse für den Außenhandel schwächer ausfallen, was sich bereits in unserer Jahresprognose und dem Quartalsprofil für 2023 widerspiegelt. Für den deutschen Nettoaußenbeitrag könnte es ein zumindest kurzfristiges Aufwärtsrisiko geben, wenn die Importpreise deutlicher schrumpfen als die Exportpreise und sich die nominalen Volumina entsprechend günstig entwickeln.

Im Vergleich zum Verarbeitenden Gewerbe hielt sich die Stimmung im Dienstleistungsbereich bis vor Kurzem noch robust expansiv, geradezu als Dichotomie. Seit Juni zeigt sich jedoch auch hier, dass die positive Widerstandsfähigkeit Grenzen hat. Zu Beginn von Q3 gab der PMI für die Dienstleistungen rund 2 Pkt. nach, auf einen Stand von 52. Der größte Teil der Nachholeffekte durch aufgestaute Nachfrage der privaten Haushalte scheint aufgebraucht zu sein.

### Risiko Niedrigwasser im Rhein 8

Der Wasserstand des Rheins weckte zuletzt Erinnerungen an 2018 und 2022. Wenngleich die konjunkturellen Rahmenbedingungen anders sind als in früheren Dürrejahren, dürften niedrige Wasserstände zumindest die Transportkosten auf Deutschlands wichtigster Wasserstraße treiben. Zwischenzeitlich war der Wasserstand an dem für die Rheinschifffahrt wichtigen Pegel in Kaub am 24. Juli auf den Jahrestiefstand von 92 cm gefallen. Wasserstände unter 135 cm bedeuten dort, dass ein typisches Großes Containerschiff (200 TEU (twenty-foot equivalent unit) oder bis zu 3.000 Tonnen, Länge 110m, Tiefgang ca. 3m) in der Regel seine Ladung auf ca. 50% reduzieren muss. Das bedeutet, dass für die gleiche Menge an Ladung mehr Schiffsraum zur Verfügung gestellt werden muss. Zur Deckung der Mehrkosten werden vertraglich vereinbarte Kleinwasserwasserzuschläge in Abhängigkeit von den Wasserständen an Referenzpegeln (z.B. Kaub oder Duisburg-Ruhrort für die Rheinabschnitte südlich bzw. nördlich von Koblenz) erhoben.

Für das Jahr 2018 schätzte das Institut für Weltwirtschaft (IfW) in Kiel, dass die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes um etwa 1% zurückging, wenn der Wasserstand am Pegel Kaub für einen Zeitraum von 30 Tagen unter die Marke von 78 Zentimetern fiel. Die heutigen Verhältnisse erscheinen uns bisher weniger dramatisch. Zum einen ist die Industrieaktivität derzeit gedämpfter, zum anderen haben die Erfahrungen der letzten Jahre wahrscheinlich zu Anpassungen in den potenziell betroffenen Lieferketten beigetragen.



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

---

Angesichts der bislang vorliegenden harten Daten und des gesamten Konjunkturfeldes fühlen wir uns mit unserer BIP-Prognose von -0,3% für das Gesamtjahr 2023 und 0,5% für 2024 noch wohl. Gleichwohl signalisieren die aktuellen Stimmungsindikatoren eher Abwärtsrisiken für H2 2023.

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

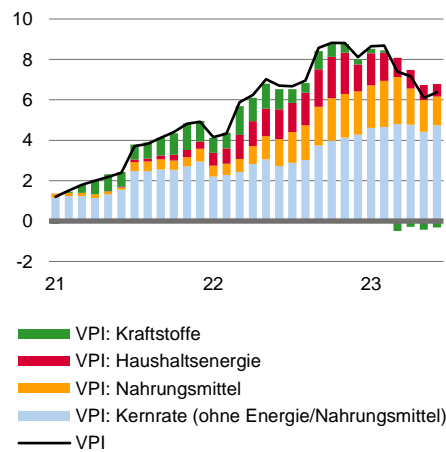
Wir danken Niklas Humann für seinen umfassenden Beitrag zur Erstellung des Nowcast-Modells.



## Verbraucherpreise: Basiseffekte schieben Juni-Rate an – Inflation dürfte aber wieder fallen

VPI-Gesamtinflationsrate (und Unterkomponenten) **1**

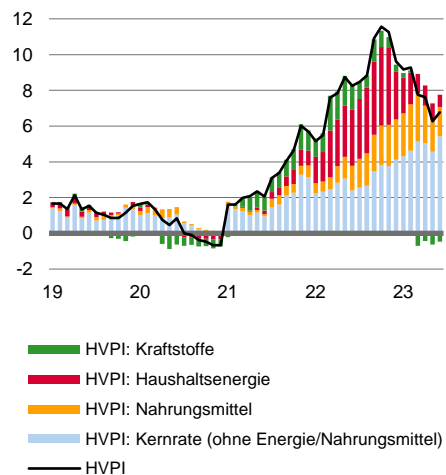
% gg. Vj. bzw. Beiträge in Prozentpunkten



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

HVPI-Gesamtinflationsrate (und Unterkomponenten) **2**

% gg. Vj. bzw. Beiträge in Prozentpunkten



Quellen: Eurostat, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

- Nach drei Monatsrückgängen zwischen Februar und Mai zog die deutsche Jahresteuersatzrate (nationaler Verbraucherpreisindex; VPI) im Juni wieder an. Der Wiederanstieg im Juni sollte jedoch nicht mit einem Wiederaufleben des zugrunde liegenden Inflationsdrucks verwechselt werden, da er ausschließlich auf zwei statistische Basiseffekte („9-Euro-Ticket“, „Kraftstoffrabatt“) zurückgeführt werden kann.
- Angesichts des desinflationären Ausblicks für Energie, Nahrungsmittel und die sogenannten Kerngüter (Waren ohne Energie/Nahrungsmittel) dürfte die VPI-Gesamtinflationsrate in den nächsten 12 bis 18 Monaten erheblich sinken. Unserer Einschätzung nach könnte die 2 %-Marke womöglich bereits Ende 2024 wieder unterschritten werden. In einer Jahresdurchschnittsperspektive erwarten wir einen Rückgang der Gesamtinflationsrate auf 6,1% im Jahr 2023 und auf 2,3% im Jahr 2024 (2022: 6,9%). Die Kerninflationsrate dürfte allerdings recht hartnäckig bleiben bzw. deutlich langsamer zurückgehen. Sie dürfte im Jahresmittel 2023/24 noch immer hohe Werte von 5,2% bzw. 3,4% (2022: 3,8%) erreichen.
- Mit Blick auf unsere Inflationsprognosen (weiterer Rückgang in unserer Basis-Projektion) sind die Risiken in der Summe nach wie vor aufwärtsgerichtet. Insbesondere ein anhaltend hoher Lohndruck könnte die Dienstleistungspreis-inflation anheizen und den Normalisierungsprozess bei der zugrunde liegenden Inflation verlangsamen, begrenzen oder gar beenden. Darüber hinaus könnte die Aufkündigung des Getreideabkommens durch Russland zumindest vorübergehend zu erneuten globalen Engpässen bei der Nahrungsmittelversorgung führen und damit die Nahrungsmittelpreise abermals unter Aufwärtsdruck setzen. Aber auch die derzeitige Dürre in Südeuropa könnte die von uns erwartete Mäßigung bei den Lebensmittelpreisen über größere Ernteaussfälle verlangsamen, wenn nicht gar verhindern.

### Juni-Rückblick: Zwei Basiseffekte haben die VPI-Inflationsrate ...

Nach drei Monatsrückgängen zwischen Februar und Mai zog die deutsche Jahresteuersatzrate (nationaler Verbraucherpreisindex; VPI) im Juni wieder von 6,1% auf 6,4% an. Im Vergleich zum Mai-Wert stieg der VPI um 0,26% (saisonbereinigt: ca. +0,34%). Die Juni-Zahlen entsprachen zwar unseren eigenen Prognosen, lagen jedoch leicht über den Markterwartungen (Konsens: +0,2 gg. Vm. / +6,3% gg. Vj.). Derweil stieg der harmonisierte – und für Ländervergleiche gewöhnlich herangezogene – Verbraucherpreisindex (HVPI) um 0,4% gg. Vm. (saisonbereinigt: ca. +0,5%), was zu einem Anstieg der Jahresteuersatzrate auf nunmehr 6,8% (Mai: 6,3%) zur Folge hatte.

### ... um ca. ½ bis ¾ Prozentpunkte auf jetzt 6,4% angeschoben

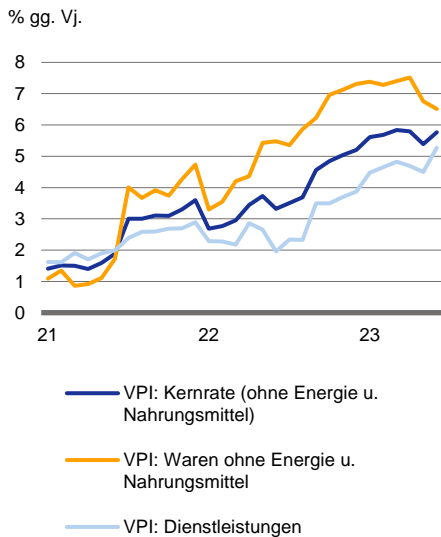
Der Wiederanstieg im Juni sollte jedoch nicht mit einem Wiederaufleben des zugrunde liegenden Inflationsdrucks verwechselt werden, da er ausschließlich auf zwei statistische Basiseffekte zurückgeführt werden kann, die im Zusammenhang mit der temporären Bereitstellung des „9-Euro-Tickets“ sowie der vorübergehenden Gewährung des „Tankrabatts“ zwischen Juni und August 2022 stehen. Ohne diese beiden Effekte – welche die Jahresteuersatzrate auch noch im Juli und August rechnerisch hoch- bzw. höherhalten werden – wäre die VPI-Gesamtinflationsrate weiter gefallen. Auf Basis der detaillierten/finalen Juni-



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

VPI-Kerninflationrate:  
Waren vs. Dienstleistungen

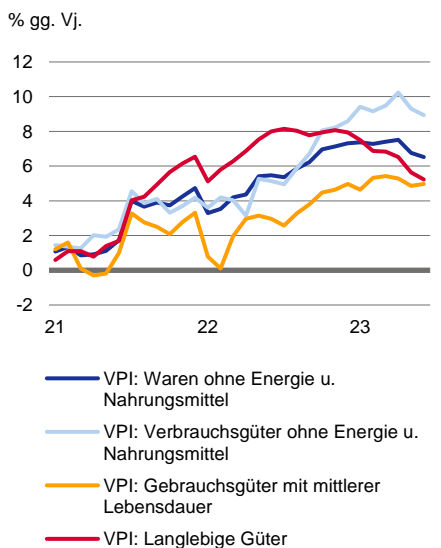
3



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt,  
Deutsche Bank Research

VPI: Waren ohne Energie und  
Nahrungsmittel

4



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt,  
Deutsche Bank Research

Werte für den VPI schätzen wir, dass allein der Basiseffekt des 9-Euro-Tickets<sup>13</sup> die Jahresveränderungsrate um etwa einen halben Prozentpunkt erhöht haben könnte.<sup>13</sup> Darüber hinaus hat sich der zum Vorjahresmonatswert gemessene Rückgang der Kraftstoffpreise im Juni auf „nur noch“ 6,9% abgeschwächt (Mai: -14,2% gg. Vj.), was vor allem auf den Tankrabatt-Effekt zurückgeführt werden kann. Insgesamt schätzen wir, dass diese beiden Basiseffekte zusammengekommen die VPI-Jahresveränderungsrate um grob  $\frac{1}{2}$  -  $\frac{3}{4}$ %-Punkte erhöht haben dürften.

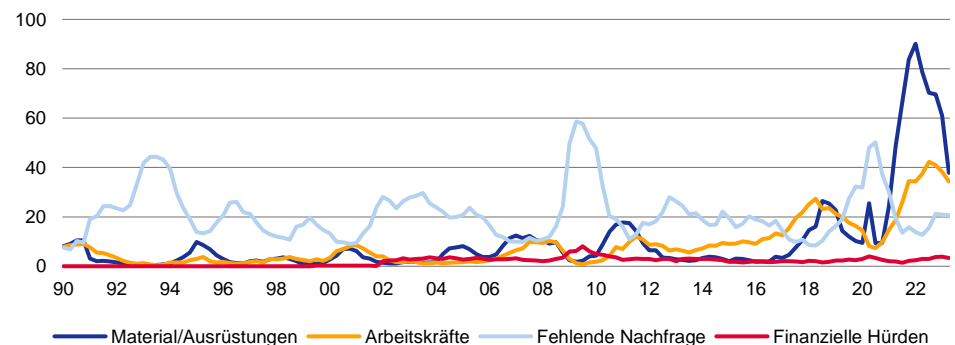
### Bei Haushaltsenergie, Nahrungsmitteln und den Kerngütern ging die Jahresteuersrate im Juni weiter zurück

Unter Berücksichtigung der oben beschriebenen Sonderfaktoren haben die detaillierten Juni-Inflationsdaten uns in unserer Einschätzung bestätigt, dass die Gesamtinflationrate in der kurzen bis mittleren Sicht weiter deutlich zurückgehen dürfte. In diesem Zusammenhang sei gesagt, dass sich der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln – der zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch immer eine Haupttriebkraft für die Gesamtinflationrate ist – in den letzten drei Monaten erheblich abgeschwächt hat. Auf Grundlage saisonbereinigter Daten ist die VPI-Nahrungsmittelpreiskomponente im zweiten Quartal bereits um durchschnittlich 0,35% pro Monat gesunken (z. Vgl. Q1: +1,6% pro Monat). Infolgedessen ging die Jahresteuersrate für die VPI-Nahrungsmittelpreiskomponente im Juni den dritten Monat in Folge zurück. Mit „nur noch“ 13,7% hat sie ihren Höchststand von 22,3% im März inzwischen deutlich unterschritten.

Industrie-Umfrage der EU-Kommission: Produktionsbegrenzende Faktoren in Deutschland

5

(% (saisonbereinigte Quartalsdaten))



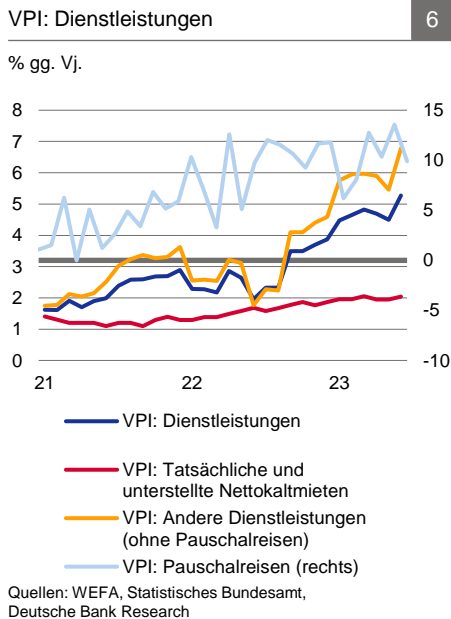
Quellen: WEFA, Europäische Kommission

Darüber hinaus spricht auch der nachlassende Preisdruck bei den sogenannten Kerngütern (Waren ohne Nahrungsmittel/Energie) für einen auf kurz bis mittlere Sicht weiter nachlassenden Teuerungsdruck. Der kräftige Preisauftrieb bei den Kerngütern – der während der Pandemie sowie im Anschluss an den russischen Angriffskrieg aufgrund erheblicher Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage angefacht worden ist – ging im Juni weiter auf nunmehr rund 6,4%

<sup>13</sup> Insbesondere der Teilindex für die Preise von kombinierten Personenbeförderungsleistungen – der ein VPI-Warenkorbgewicht von ca. 0,68% hat und im Monatsvergleich unverändert blieb – stieg im Juni im Vorjahresvergleich um außergewöhnlich hohe 112,8%. Aufgrund der Einführung des deutschlandweiten ÖPNV-Tickets („49-Euro-Ticket“ war dieser Teilindex im Mai noch um 22,9% im Vergleich zum entsprechenden Vorjahreswert zurückgegangen. Darüber hinaus stieg der – im Monatsvergleich unveränderte – Teilindex für die Preise von Bahnfahrkarten im allgemeinen Nahverkehr im Juni im Vorjahresvergleich um hohe 61,6% an (Mai: +6,2%).

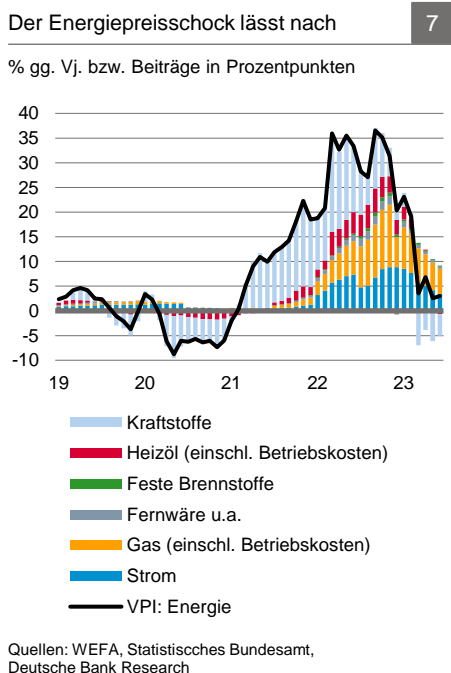


## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung



zurück (nach 6,7% im Mai und 7,4% im April). Mit Blick auf die globale Lieferkettenproblematik gaben im Juni laut einer Umfrage des ifo Instituts „nur noch“ 31,9% der Produzenten im deutschen Verarbeitenden Gewerbe an, unter einer Knappheit an Vorprodukten zu leiden. Dieser Wert ist zwar immer noch recht hoch, allerdings deutlich niedriger als zu Zeiten des Höhepunkts in der Angebotskrise (März 2022: 80,2%).

Schließlich hat auch der nachlassende Energiepreisschock bereits zu einem Rückgang der Jahresteuersatzrate für die VPI-Energiepreiskomponente (Haushaltsenergie, Kraftstoffe) geführt. Dabei sei erwähnt, dass die entsprechende Teilkomponente für Haushaltsenergie – bestehend aus Strom, Gas, Fernwärme, festen Brennstoffen und Heizöl – im Juni um 0,5% gg. Vm. und damit schon den zweiten Monat in Folge gesunken ist (Mai: -0,6% gg. Vm.). Dies hat zur Folge gehabt, dass sich die entsprechende Jahresteuersatzrate für Haushaltsenergie auf „nur noch“ 14,0% abgeschwächt hat. Zum Vergleich: Im Oktober/November stand sie noch bei Spitzenwerten von rund 47%).<sup>14</sup> Auch wenn wir davon ausgehen, dass sich die Jahresteuersatzrate für Haushaltsenergie in den kommenden Monaten weiter zurückbilden dürfte, könnte die Energiepreisinflation insgesamt – aufgrund der verzögerten Wirkungen des Tankrabatt-Basiseffektes – im Juli und August wieder temporär auf die Marke von über 5% ansteigen.



### Hohe Dienstleistungspreisinflation gibt weiterhin Anlass zur Sorge

Im Gegensatz zur Preisentwicklung bei Energie, den Nahrungsmitteln sowie den Kerngütern hat sich der Preisauftrieb im Dienstleistungssektor noch nicht wesentlich verlangsamt. Tatsächlich hat sich die Jahresteuersatzrate der VPI-Dienstleistungskomponente – die im Mai auf 4,5% zurückgegangen war (ausgehend von ihrem bisherigen Höchststand von 4,8% im März) – im Juni erneut auf nunmehr 5,3% erhöht. Dabei muss man allerdings wissen, dass die im Zusammenhang mit dem 9-Euro-Ticket stehenden Basiseffekte für die Preisentwicklung für öffentliche Verkehrsmittel im Moment die Entwicklung der Dienstleistungspreis-inflation verzerren bzw. nach oben überzeichnen.<sup>15</sup> Andererseits muss aber auch erwähnt werden, dass die Dienstleistungspreis-inflation nach wie vor in einem erheblichen Maße durch den niedrigen Preisauftrieb bei den Wohnungsmieten gedämpft wird. So beträgt die im VPI gemessene Mietpreis-inflation – die einen großen Anteil von etwa 35,7% an der gesamten VPI-Dienstleistungskomponente ausmacht – aktuell lediglich um die 2% pro Jahr. Daher dürfte die entsprechende Teilkomponente für die Preise der sogenannten Kern-Dienstleistungen – also die ohne die tatsächlichen/unterstellten Nettokaltmieten gemessenen Dienstleistungspreise – ein realistischeres Bild für die zugrunde liegende Preis-dynamik im Dienstleistungssektor abgeben. Auch wenn die Jahresteuersatzrate der Kern-Dienstleistungen ohne den 9-Euro-Ti-

<sup>14</sup> Während die Jahresteuersatzrate für Heizöl (einschließlich Betriebskosten für eine Gaszentralheizung) mit -13,9% inzwischen deutlich im negativen Bereich liegt, haben sich die Jahresteuersatzraten für Gas (einschließlich Betriebskosten für eine Gaszentralheizung) (+33,3% vs. eines Spitzenwertes von +82,8%), Strom (+10,5% vs. +26,7%) und Fernwärme (+9,3% vs. 37,6%) im Vergleich zu den Höchstständen aus dem Jahr 2022 mehr als halbiert. Dieser nachlassende Preisdruck lässt sich durch eine Kombination aus a) großen Basiseffekten, b) den (teilweisen) Energiepreisobergrenzen der Regierung (die die Strom-, Gas- und Fernwärmepreise dämpfen) und c) dem Einbruch der Großhandelspreise für Strom und Gas erklären, die (allmählich) in die VPI-Statistiken einfließen.

<sup>15</sup> Es besteht der folgende Hintergrund: Zunächst hat die Einführung des dauerhaften 49-Euro-Tickets (Deutschland-Ticket) die Mai-Werte künstlich abgesenkt. Wir schätzen, dass dies die gegenüber dem Vorjahresmonat gemessene Gesamtinflationssrate bzw. die Kerninflationssrate um etwa 0,2 bzw. ½ Prozentpunkten gedämpft haben dürfte. Bei der Dienstleistungspreis-inflation könnte der Dämpfungseffekt in der Größenordnung von etwa 0,4 Prozentpunkten gelegen haben. Im Juni hat dann schließlich der im Zusammenhang mit dem 9-Euro-Ticket stehende Basiseffekt die Jahresveränderungsrate der VPI-Dienstleistungskomponente um etwa einen vollen Prozentpunkt erhöht.

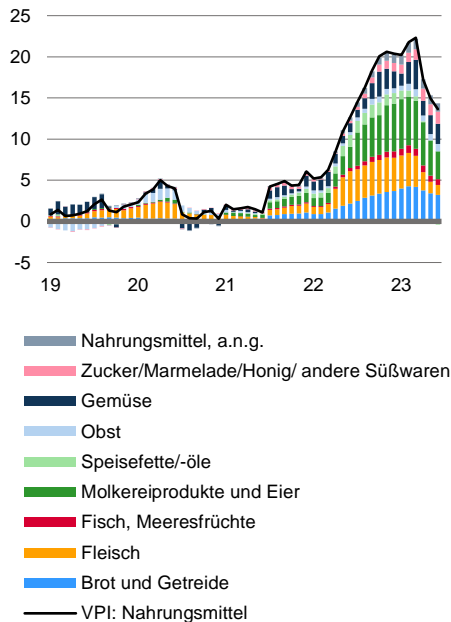


## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

Die Nahrungsmittelpreisinflation ist zuletzt gesunken

8

% gg. Vj. bzw. Beiträge in Prozentpunkten



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

cket-Effekt deutlich unterhalb des offiziell ausgewiesenen (und nach oben verzerrten) Wertes von 6,9% gelegen hätte, wäre sie mit deutlich mehr als 5% noch immer hoch ausgefallen. In der Gruppe der Kern-Dienstleistungen ist momentan ein besonders starker Auftrieb bei den Preisen für Flugtickets (+11,6%), Pauschalreisen (+9,9%) sowie in den Bereichen Verpflegung (+8,4%), Wartung/Reparatur von Fahrzeugen (+8,5%) und Beherbergung (+8,6%) zu beobachten. Und darüber hinaus besteht ein nicht unerhebliches Risiko, dass das allmähliche Durchschlagen der beträchtlichen Lohnerhöhungen (im Zuge der laufenden Tarifrunde) die Dienstleistungsinflation weiter anheizen könnte.

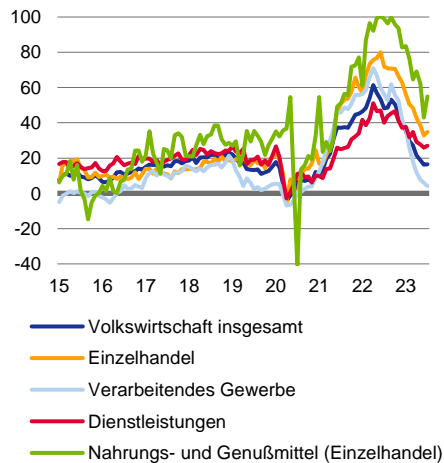
### Juli-Ausblick: Die VPI-Gesamtinflationsrate dürfte wieder fallen, möglicherweise auf ein Niveau von etwa 6,1%

Nach dem erwarteten Juni-Anstieg gehen wir davon aus, dass die Jahresveränderungsrate des VPI schon im Juli wieder auf ihren Abwärtspfad zurückkehren dürfte. Konkret gehen wir davon aus, dass der VPI im Juli um rund 0,2% gg. Vm. (saisonbereinigt: ca. 0,0%) steigen dürfte, was zu einem Rückgang in der Jahresveränderungsrate auf ca. 6,1% führen würde. Diese Prognose basiert auf unserer Erwartung, dass a) die Jahresteuerrate bei Energie temporär nur geringfügig weiter auf ca. 5% ansteigt (größtenteils eine Folge des Tankbatt-Effekts), b) die Nahrungsmittelpreisinflation sich weiter abschwächt (möglicherweise auf einen Wert von ca. 12% gg. Vj.) und c) der VPI ohne Energie/Nahrungsmittel nur um etwa 0,25% gg. Vm. (saisonbereinigt: ca. +0,2%) zulegen und damit die Kerninflationsrate wieder auf 5,4% absinkt.

Verkaufspreiserwartungen (ifo-Umfrage)\*

9

Saldo (%)



\* Saldo der Umfragemeldungen (saisonbereinigt) bezüglich der erwarteten Verkaufspreise in den nächsten drei Monaten. Positive bzw. negative Werte signalisieren einen Aufwärts- bzw. Abwärtsdruck auf die Preise.

Quellen: ifo Institut, WEFA, Deutsche Bank Research

### Die Gesamtinflationsrate dürfte im weiteren Verlauf deutlich sinken, aber die Kerninflation könnte sich als hartnäckig erweisen

Wir gehen davon aus, dass das Zusammenspiel mehrerer Faktoren die Gesamtinflationsrate im weiteren Verlauf deutlich nach unten drücken dürfte. Erstens gehen wir davon aus, dass die Energiepreisinflation weiter abebbt und schließlich im Jahr 2024 deutlich negativ wird, was für sich genommen die Gesamtinflation erheblich dämpfen dürfte. So dürfte schließlich auch der Rückgang bei den Großhandelspreisen für Gas und Strom – mit einer gewissen Zeitverzögerung – an die Verbraucher weitergegeben werden. Zweitens erwarten wir, dass die Jahresteuerrate für Nahrungsmittel angesichts einer sich normalisierenden Preisdynamik sowie ausgeprägter statistischer Basiseffekte noch stärker zurückgehen dürfte. Vor dem Hintergrund der bereits gesunkenen Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen<sup>16</sup> sowie der nachlassenden „Pipeline-Inflation“ auf Ebene der Agrargüterproduzenten<sup>17</sup> rechnen wir damit, dass sich die VPI-Lebensmittelpreisinflation bis Ende 2024 in die Richtung eines Niveaus von rund 3% ermäßigen dürfte. Drittens gehen wir davon aus, dass auch die Kerninflationsrate allmählich sinken sollte, was vor allem an der desinflationären Entwicklung bei den Kerngüterpreisen liegen dürfte. Für eine Desinflation bei den Kerngütern sprechen sowohl mehrere Vorlaufindikatoren (wie z.B. die Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen oder die Preisentwicklungen auf den vorgelagerten Stufen der Produzenten, Importeure und Großhändler) als auch

<sup>16</sup> Laut einer Umfrage des ifo Instituts lag der Saldo der Unternehmen, die in den nächsten drei Monaten die Verkaufspreise (im Einzelhandel mit Nahrungsmitteln, Getränken und Tabakwaren) erhöhen wollen, im Juli trotz eines Wiederanstiegs bei „nur noch“ 54,9% (Juni: 43,0%; Mai: 62,4%). Trotz des bereits deutlichen Rückgangs (von 99,9% im September 2022) heißt dies aber, dass noch immer mehr als jedes zweite Unternehmen beabsichtigt, die Preise weiter zu erhöhen.

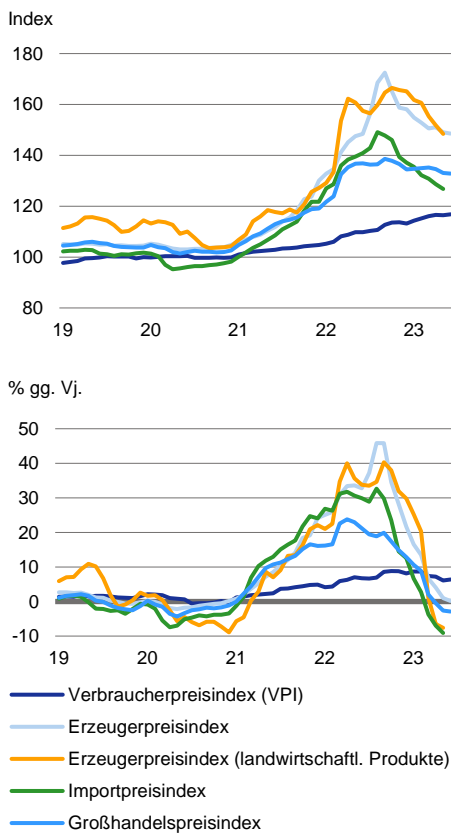
<sup>17</sup> Im Mai fielen die landwirtschaftlichen Erzeugerpreise um 2,2% gg. Vm. und den zweiten Monat in Folge. Aufgrund dessen ist die Jahresteuerrate für landwirtschaftlicher Erzeugnisse im Mai mit -7,7% deutlich negativ geworden (z. Vgl. Höchststand September 2022: +40,3% gg. Vj.).



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

Preisentwicklung auf den vorgelagerten Stufen

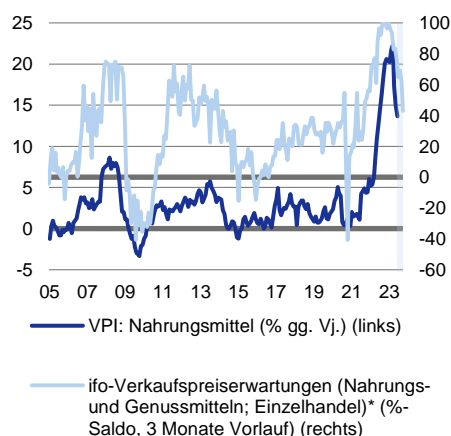
10



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

ifo-Verkaufspreiserwartungen vs. VPI-Nahrungsmittelpreise

11



Saldo der Umfragemeldungen (saisonbereinigt) bezüglich der erwarteten Verkaufspreise in den nächsten drei Monaten. Positive bzw. negative Werte signalisieren einen Aufwärts- bzw. Abwärtsdruck auf die Preise.

Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, ifo Institut, Deutsche Bank Research

strukturelle Faktoren (wie eine Besserung bei den Materialknappheiten und Lieferkettenproblemen).

Insgesamt rechnen wir damit, dass die Gesamtteuerungsrate im Oktober unter 4% fallen dürfte, ehe sie im Dezember nochmals vorübergehend auf 4,3% ansteigen dürfte (Grund: Basiseffekte, die im Zusammenhang mit der sogenannten „Dezemberhilfe“ für Gas- und Fernwärmekunden aus dem Jahr 2022 stehen). Zum Jahreswechsel dürfte die Gesamtinflationsrate dann aber wieder sinken und könnte möglicherweise bereits Ende 2024 unter die Marke von 2% fallen. Im Unterschied zur Gesamtinflationsrate dürfte sich die Kerninflationsrate jedoch wesentlich langsamer zurückbilden. Unserer Einschätzung nach dürfte die Kernrate somit auch erst im Oktober unter die Schwelle von 5% fallen und zum Jahresende noch immer einen erhöhten Wert von um die 4% ausweisen. Auch im Jahr 2024 dürfte die Normalisierung bei der Kerninflation nur allmählich vorschreiten. Denn unserer Einschätzung nach dürften die verzögerten Auswirkungen höherer Löhne dazu beitragen, dass die Kerninflationsrate auch zum Jahresende 2024 noch immer über der 3%-Marke liegen könnte.

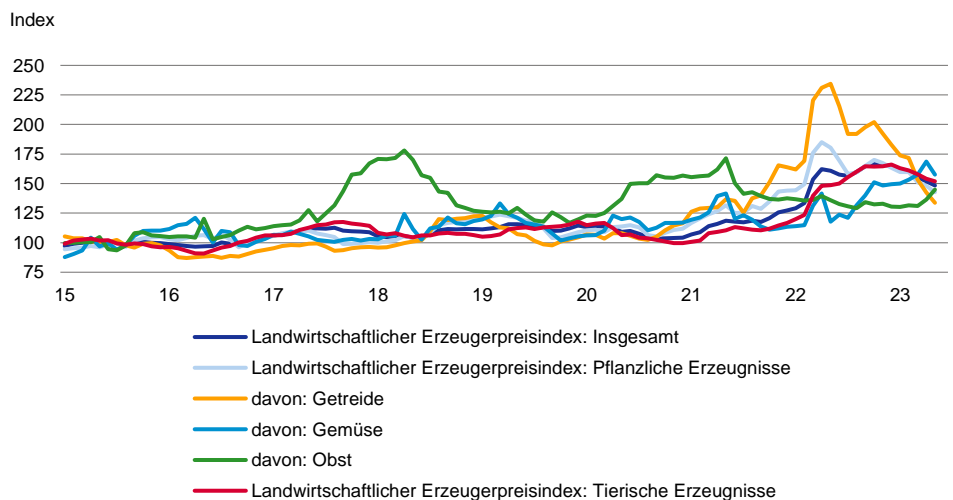
### Die Risiken bleiben insgesamt aufwärtsgerichtet

Weitestgehend begünstigt durch die desinflationären Effekte bei Energie, Nahrungsmitteln und den Kerngütern erwarten wir, dass die VPI-Inflationsrate im Jahresdurchschnitt 2023 auf 6,1% zurückgehen dürfte (2022: 6,9%). Für das Jahr 2024 rechnen wir mit einem Wert von 2,3%. Gleichzeitig gehen wir davon aus, dass die jahresdurchschnittliche Kerninflation bei 5,2% (2023) bzw. 3,4% (2024) liegen dürfte (2022: 3,8%).

Mit Blick auf unsere Inflationsprognosen (weiterer Rückgang in unserer Basis-Projektion) sind die Risiken in der Summe insgesamt aufwärtsgerichtet. Insbesondere ein anhaltend hoher Lohndruck könnte die Dienstleistungspreisinflation anheizen und den Normalisierungsprozess bei der zugrunde liegenden Inflation verlangsamen, begrenzen oder schlimmstenfalls gar beenden. In diesem Zusammenhang ist hervorzuheben, dass die Deutsche Bundesbank einen kräfti-

Landwirtschaftliche Erzeugerpreise

12



Quellen: WEFA, HWWI, Deutsche Bank Research

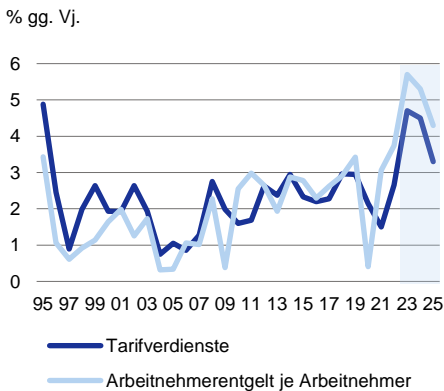
gen Anstieg der Bruttolöhne (je Arbeitnehmer) von 6,0% im Jahr 2023 und 5,2% im Jahr 2024 (2022: 4,1%) erwartet (siehe [Monatsbericht \(Juni 2023\)](#)).



„Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

Die Tarif- und Effektivverdienste dürften 2023/24 spürbar steigen

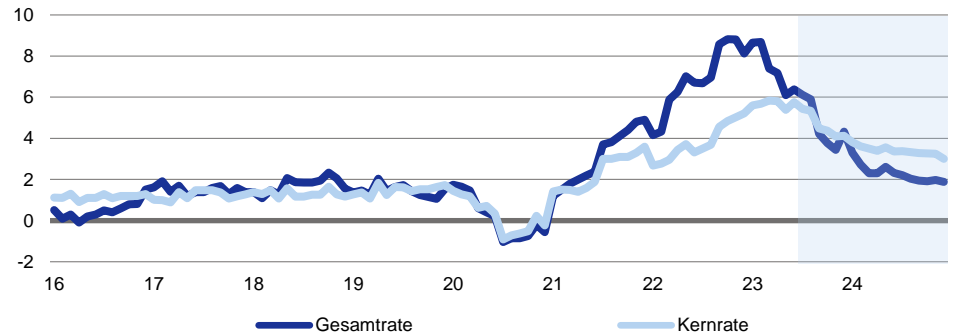
13



Die Gesamtinflationsrate dürfte 2023/24 deutlich zurückgehen

14

Verbraucherpreisindex, % gg. Vj.



Weitere Aufwärtsrisiken sind mit der (unsicheren) Entwicklung der Lebensmittelpreise verbunden. In diesem Zusammenhang könnte die jüngste Aufkündigung des Getreideabkommens durch Russland – das bisher sichergestellt hatte, dass ukrainische Agrargüter über die Seehäfen des Landes am Schwarzen Meer exportiert werden konnten – zumindest vorübergehend zu erneuten globalen Engpässen bei der Nahrungsmittelversorgung und damit zu einem Wiederaufleben des Preisdrucks bei Nahrungsmitteln (insbesondere bei Weizen, Mais oder Ölsaaten) führen. Aber auch die derzeitige Dürre in Südeuropa könnte die von uns erwartete Mäßigung bei den Lebensmittelpreisen über größere Ernteausfälle verlangsamen, wenn nicht gar verhindern.

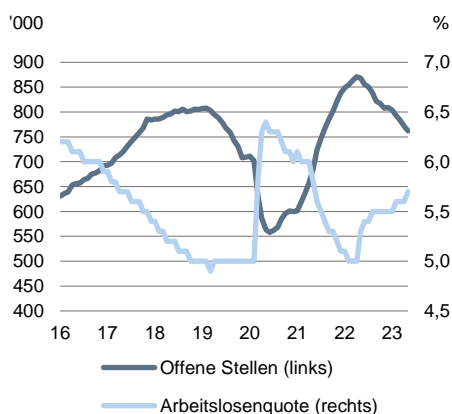
Sebastian Becker (+49 69 910-21548, [sebastian-b.becker@db.com](mailto:sebastian-b.becker@db.com))



## Robuster Arbeitsmarkt stößt an strukturelle Grenzen

- Die schwache Konjunktur hinterlässt ihre Spuren am ansonsten robusten Arbeitsmarkt. Die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl ist von Februar bis Juni angestiegen, auch ohne den Faktor ukrainischer Flüchtlinge. Der daraus resultierende Basiseffekt dürfte die jahresdurchschnittliche Arbeitslosenquote nun auch im Jahr 2024 bei 5,5% halten.
- Trotz Fach- und Arbeitskräftemangel scheint der Beschäftigungsaufbau vorerst zu stagnieren und Arbeitsmarktfrühindikatoren lassen zunächst einen weiteren Anstieg der Arbeitslosenzahl erwarten. Offenbar fehlen den potenziell vorhandenen Arbeitskräften die geforderten Qualifikationen und/oder die Personen sind geografisch nicht entsprechend verfügbar.
- Noch keine Sommerpause in den Tarifverhandlungen. Die sich hinziehenden Tarifrunden sowie die erst im Oktober beginnenden Verhandlungen im Öffentlichen Dienst der Länder dürften noch spürbaren Einfluss auf die Tarif- und Effektivlohnentwicklung der Jahre 2023 und 2024 haben.

Arbeitsmarkt weiter stabil, aber strukturelle Grenzen werden zunehmend sichtbar **1**



Der deutsche Arbeitsmarkt ist nach wie vor robust. Aber neben den Spuren der konjunkturellen Schwäche werden auch Indizien für dessen strukturelle Grenzen immer deutlicher. Zwar herrscht in vielen Wirtschaftsbereichen nach wie vor ein Fach- bzw. Arbeitskräftemangel, wie unter anderem das KfW-ifo-Fachkräftebarometer aufgezeigt. Zu Beginn von Q2 gaben gut 42% (Q4: 45,7%) der befragten Unternehmen an, dass Fachkräftemangel ihre Geschäftstätigkeit behindert. Dennoch ist die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl in den Monaten Februar bis Juni auch ohne den Einfluss ukrainischer Flüchtlinge um insgesamt 60.000 Personen (ansonsten 94.000) gestiegen. Auch in der zweiten Jahreshälfte ist durchaus noch mit monatlichen Anstiegen in der Größenordnung von etwa 10.000 Personen zu rechnen. Darauf deuten nicht zuletzt auch die Komponenten der Arbeitsmarktfrühindikatoren von IAB und ifo. Zumindest für den Dienstleistungssektor sind die Signale aber noch positiv.

Arbeitsmarktindikatoren: Zunächst noch Anstieg der Arbeitslosigkeit zu erwarten **2**



Im Zeitraum vor der Pandemie muss schon bis in die Krisenjahre 2013 oder gar 2009 zurückgeschaut werden (abgesehen von einem statistischen Sondereffekt Mitte 2019), um einen ähnlich kräftigen Anstieg der saisonbereinigten Arbeitslosenzahl zu finden. Auch wenn die ökonomischen Rahmenbedingungen heute anders sind, sollte die aktuelle Entwicklung zu denken geben. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote kletterte im Juni auf 5,7% (Durchschnitt 2019: 5%). Der aus der Entwicklung in der ersten Jahreshälfte resultierende Basiseffekt dürfte die Arbeitslosenquote nun im Jahr 2024 bei 5,5% (zuvor 5,4% erwartet) halten. Das würde einer jahresdurchschnittlichen Arbeitslosenzahl von gut 2,5 Mio. entsprechen. In 2023 dürfte die Arbeitslosenquote im Gesamtjahr bei 5,6% (2022: 5,3%) liegen.

Zwar ließe sich relativierend einwenden, dass im Zuge der Registrierung von Kriegsflüchtlingen nun erwartbar vermehrt Personen nach Abschluss von Integrationsmaßnahmen wieder in der Arbeitslosenstatistik auftauchen.

Aber auch der Aufwuchs an sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung (Apr: 34,7 Mio.) und Erwerbstätigkeit insgesamt (Mai: 45,9 Mio.) scheint im saisonbereinigten Vormonatsvergleich erst einmal auf den jeweiligen Höchstständen ein Plateau zu bilden. Und das angesichts der immer noch rund 762.000 bei den Arbeitsagenturen gemeldeten offenen Stellen. Die repräsentative Stellenerhebung des IAB ergibt für Q1 trotz der konjunkturellen Schwäche sogar noch 1,75 Mio. (Q4: 1,98 Mio.) Vakanzen.

Offenbar fehlen den potenziell schon vorhandenen Arbeitskräften die geforderten Qualifikationen und/oder die Personen sind geografisch nicht entsprechend



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

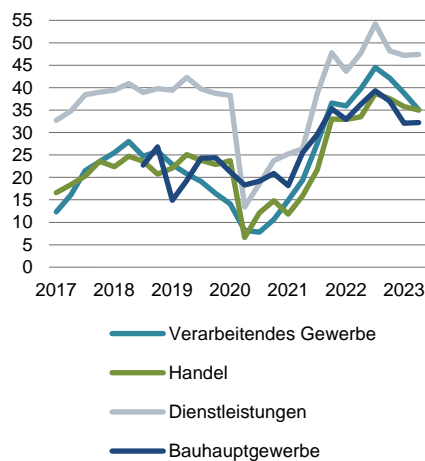
verfügbar. Angesichts dieser schon länger beobachtbaren „Matching-Probleme“ (wir haben an dieser Stelle schon häufiger darauf hingewiesen), ist der Mangel geeigneter Fachkräfte mit Blick auf die weitere Arbeitsmarktentwicklung ein großes Hindernis geworden.

### Wo sind die Arbeitskräfte hin? Entwicklung der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung nach Wirtschaftszweigen

Fachkräftemangel hat in einigen Bereichen zuletzt etwas nachgelassen

3

Anteil der Unternehmen, %



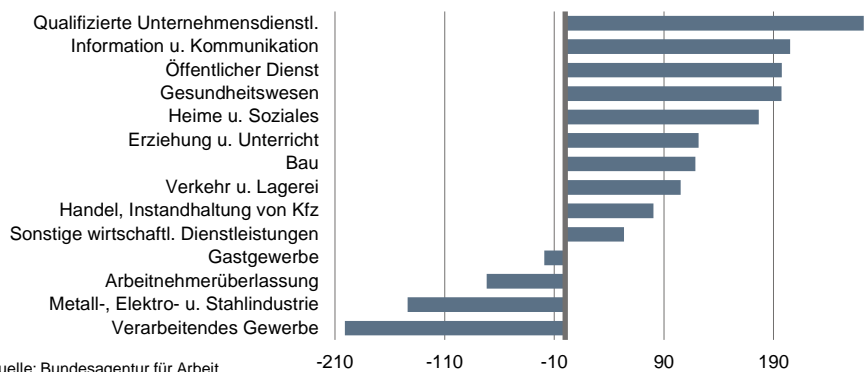
Quellen: KfW, ifo

Angesichts des vielfach zitierten Fachkräftemangels wird häufig etwas süffisant gefragt, wo denn die Arbeitskräfte geblieben sind. Zwar hatte die Pandemie auch spürbar dämpfende Auswirkungen auf die Zuwanderung, insbesondere von qualifizierten Fachkräften. Aber der entscheidende Faktor dürfte der fortgesetzte Beschäftigungsaufbau gewesen sein. Von April 2020 bis zum April 2023 (akt. Datenstand) nahm die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung um gut 1,2 Mio. zu, auf rund 34,7 Mio.! Dieses recht dynamische Umfeld, zusammen mit den teilweise lockdownbedingten Auszeiten erlaubte vielfach auch eine berufliche Neuorientierung. Grafik 4 gibt eine Übersicht zur Entwicklung in den verschiedenen Wirtschaftszweigen während dieser Vergleichsperiode. Nach den qualifizierten Unternehmensdienstleistungen und IT waren vor allem der Öffentliche Dienst und die Sozialbereiche wichtige Jobmotoren mit einem Beschäftigungsaufwuchs von gut 690.000 Stellen. Auf der anderen Seite verlor das Verarbeitende Gewerbe und hier insbesondere die Metall- und Elektroindustrie deutlich an entsprechenden Arbeitsplätzen. Aber auch die Leiharbeit entwickelte sich rückläufig. Gemessen an der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung, verzeichnet das Gastgewerbe (Apr: 1,1 Mio.) nur noch einen relativ geringen Rückgang. Die in diesem Bereich besonders häufig anzutreffenden geringfügig entlohnten Beschäftigungsverhältnisse (Apr: rd. 1 Mio.) haben sich trotz vielfach anderer Wahrnehmung auch sehr gut erholt.

### Strukturelle Veränderungen in der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung

4

Apr 2023 gg. Apr 2020, in Ths. (sb)



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

### Noch keine Sommerpause in den Tarifverhandlungen

Seit dem Frühsommer laufen in den verschiedenen Bundesländern die Tarifverhandlungen im Einzelhandel (2,6 Mio. Tarifbeschäftigte) sowie im Groß- und Außenhandel (1,2 Mio.). Nach nun meist drei Verhandlungsrunden haben sich die Tarifpartner in den jeweiligen Regionen bis Mitte August oder Anfang September vertagt.

Für die letztgenannte Gruppe fordert die Gewerkschaft ver.di eine Lohnerhöhung von 13% über einen Zeitraum von 12 Monaten. Für den Einzelhandel wird eine Erhöhung der Stundenlöhne um EUR 2,50 gefordert. Nach Angaben von



„Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

ver.di ist ein großer Teil der Beschäftigten im Einzelhandel in den unteren Lohngruppen (Stundenlöhne zwischen EUR 12 und EUR 17,44) tätig. Die Lohnforderung entspricht damit einer prozentualen Erhöhung im Bereich von gut 14% bis knapp 21%. Nach drei Verhandlungsrunden in den meisten Fällen haben sich die Tarifpartner in den jeweiligen Regionen nun auf Mitte August oder Anfang September vertragen.

Nachdem das jüngste Angebot der Deutsche Bahn AG von der Tarifkommission der Gewerkschaft EVG abgelehnt worden war, hatten sich die Tarifparteien auf eine Schlichtung geeinigt. Die am 26. Juli vorgelegte Schlichtungsempfehlung sieht für Oktober eine steuer- und abgabenfreie Inflationsausgleichszahlung in Höhe von EUR 2.850 vor. Die Löhne sollen in zwei Schritten (Dez. 2023: EUR 200, Aug. 2024: EUR 210) um einen Festbetrag von insgesamt EUR 410 angehoben werden. Zudem sind in bahnspezifischen Schlüsselberufen zusätzliche Lohnerhöhungen (lt. EVG für rund 70.000 Arbeitskräfte EUR 100 pro Monat) vorgesehen. Die Laufzeit soll 25 Monate betragen. Beide Tarifparteien empfehlen die Annahme des Schlichterspruchs. Wenn der Bundesvorstand der EVG dem Vorschlag am 28. Juli zustimmt, soll eine Urabstimmung der Gewerkschaftsmitglieder folgen. Das Abstimmungsergebnis wird für den 28. August erwartet. Bis dahin gilt eine Friedenspflicht, es darf nicht gestreikt werden. Das ist nicht nur eine gute Nachricht für Urlauber, sondern auch für den Güterverkehr.

Die sich hinziehenden Tarifrunden sowie die ohnehin erst im Oktober beginnenden Verhandlungen im Öffentlichen Dienst der Länder (rd. 1 Mio., ohne Hessen) könnten spürbaren Einfluss auf die durchschnittliche Tariflohnentwicklung (mit und ohne Sonderzahlungen) der Jahre 2023 und 2024 haben. Die zu erwartenden Abschlüsse dürften sich in Höhe und Struktur an den Ergebnissen anderer Wirtschaftsbereiche orientieren.

Tarifverhandlungen in ausgewählten\* Branchen

5

Tariffbereich	Kündigungstermin	Beschäftigte
Deutsche Bahn AG	laufend	180.000
Einzelhandel (Hessen)	laufend	592.700
Einzelhandel (NRW und weitere Regionen)	laufend	1.583.900
Groß- und Außenhandel (NRW und weitere Regionen)	laufend	1.175.300
Einzelhandel (Sachsen Anhalt, Thüringen, Sachsen)	laufend	212.200
Einzelhandel (Berlin, Mecklenburg-Vorpommern, Brandenburg)	laufend	234.400
Öffentlicher Dienst (Länder o. Hessen)	30. Sep. 2023	938.800
Holz und Kunststoff verarbeitende Industrie (versch. Regionen)	30. Nov. 2023	178.900

\*Verhandlungen für mehr als 100.000 tariflich gebundene Beschäftigte

Quellen: WSI-Tarifarchiv, Deutsche Bank Research

Entscheidend wird sein, wann und in welcher Höhe potenzielle inflationsbezogene Sonderzahlungen (in Summe von 2023/24 insg. bis zu EUR 3.000 steuer- und abgabenfrei möglich) geleistet werden beziehungsweise langfristig wirkende prozentuale Lohnanhebungen einsetzen werden. Letztere dürften sich auch in den noch ausstehenden Abschlüssen auf das Jahr 2024 konzentrieren. Daher erwarten wir im laufenden Jahr einen reinen Tariflohnanstieg von „nur“ gut 4%, gefolgt von rund 5 bis 6% in 2024. Nicht zuletzt da auch außerhalb der regulären Tarifverhandlungen Inflationsausgleichsprämien vereinbart wurden, dürften Effektivverdienste<sup>18</sup> in diesem Jahr um rund 6% zulegen und in 2024 um

<sup>18</sup> Im Zuge der Neukonzeption der Verdiensterhebung (breitere Basis der Erhebung) durch das Statistische Bundesamt wurden Nominal- und Reallohnindex auf das Basisjahr 2022 umgestellt und bisherige Ergebnisse revidiert. Durch den Übergang zur neuen Verdiensterhebung und der damit verbundenen Verknüpfung der Indexreihen könnten Ausreißer, wie z.B. „Corona-Sonderzahlungen“ in 2022 nicht vollumfänglich abgebildet sein.



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

---

gut 5%. Dann könnte sich die Lohndrift nach etwa 1,5 %-Punkten wieder auf gut  $\frac{1}{4}$  %-Punkte (2023: 1,5) zurückbilden. Da die Lohnentwicklung ein wichtiger Bestimmungsgrund der Rentenanpassungen ist, könnte diese im kommenden Jahr sogar noch etwas kräftiger ausfallen als in 2023 (West: 4,39%, Ost: 5,86%).

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



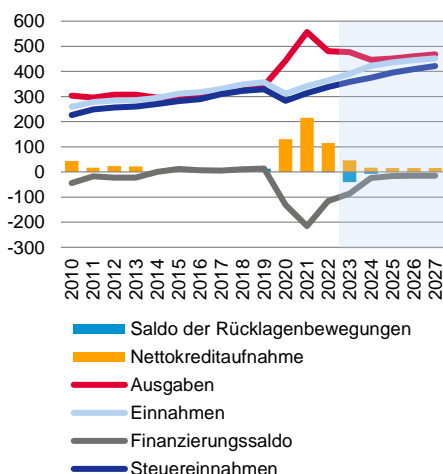
## Öffentliche Finanzen: Leere Kassen und Schuldenbremse erfordern eine finanzpolitische Wende

- Nach einer längeren Vorbereitungszeit mit intensiven regierungsinternen Beratungen hat sich die Ampelkoalition schließlich auf einen Entwurf zum Bundeshaushalt 2024 geeinigt. Die dafür erforderliche kritische Überprüfung aller Ausgaben markiert einen Wendepunkt in der Finanzpolitik. Trotz erheblicher fiskalischer Puffer außerhalb des Kernhaushalts dürften die finanzpolitischen Spielräume in den kommenden Haushaltsjahren zunehmend enger werden.
- Der Konsolidierungsdruck dürfte wohl kaum nachlassen, da beispielsweise die Verteidigungsausgaben im Kernhaushalt deutlich erhöht werden müssen, um das NATO-Ziel von 2% dauerhaft einzuhalten. Darüber hinaus werden die Tilgungsverpflichtungen – die zur Rückführung der ausnahmebedingten, „übermäßigen“ Nettokreditaufnahme während der Pandemie und Energiekrise geleistet werden müssen – den fiskalischen Spielraum gegen Ende des Jahrzehnts weiter deutlich verringern. Und schließlich ergibt sich noch ein nicht unbedeutendes Haushaltsrisiko aus dem 2. Nachtragshaushaltsgesetz für das Jahr 2021, mit dem die Regierung nicht beanspruchte Kreditaufnahmeermächtigungen in Höhe von EUR 60 Mrd. aus dem Kernhaushalt in den außerbudgetären „Klima- und Transformationsfonds“ übertragen hat.
- Aufgrund der zunehmend enger werdenden Finanzspielräume liegt es nahe, dass die Regierung ihre Prioritäten bei den Ausgaben zukünftig noch strikter setzen muss. Angesichts unterschiedlicher politischer Prioritäten zwischen den drei Koalitionspartnern sowie der derzeit festgefahrenen Situation im Bundeshaushalt (Begrenzung der Nettokreditaufnahme durch die Schuldenbremse, Ablehnung von Steuererhöhungen) dürften sich die Fragen zur Finanzierbarkeit der Wirtschaftspolitik auf absehbare Zeit nicht leichter beantworten lassen.

### Haushalt 2024: Ausgabenzurückhaltung ist das Gebot der Stunde

Haushaltsentwurf 2024 und Finanzplan bis 2027

EUR Mrd. (Kernhaushalt des Bundes)



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

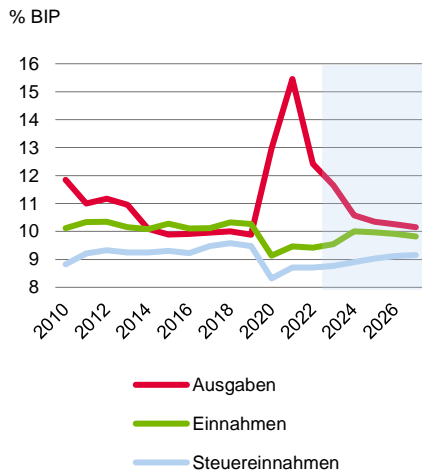
Kurz vor Beginn der parlamentarischen Sommerpause und nach einer längeren Vorbereitungszeit mit intensiven regierungsinternen Beratungen hat sich die Ampelkoalition schließlich auf einen Entwurf zum Bundeshaushalt 2024 geeinigt. Der Haushaltsentwurf 2024 und die aktualisierte Finanzplanung bis 2027 beruhen auf der grundsätzlichen Übereinkunft, a) den ultra-expansiven fiskalpolitischen Kurs zu beenden (und die normalen Regeln der Schuldenbremse einzuhalten), b) die Investitions- und Verteidigungsausgaben (im Kernhaushalt) auf relativ hohen Niveaus zu halten und c) weiterhin auf Steuererhöhungen zu verzichten. Aufgrund des schwachen Wirtschaftswachstums und der enormen kurz- bis mittelfristigen fiskalischen Herausforderungen (Sozialausgaben/altersbedingte Ausgaben, grüne/digitale Investitionen, Verteidigung, Zinsausgaben, Tilgungsverpflichtungen im Kontext der Schuldenbremse) war für den aktuellen Haushaltsaufstellungsprozess eine kritische Überprüfung aller Bundesausgaben erforderlich. Daher markiert der Haushaltsentwurf 2024 auch laut Regierung einen „Wendepunkt in der Finanzpolitik“ auf dem Weg von einer pandemie- und krisenbedingten Politik der öffentlichen Defizitfinanzierung hin zur finanzpolitischen „Normalität“. Finanzminister Christian Lindner (FDP) gab zu bedenken, dass dieser Kurswechsel auch deshalb notwendig sei, um die fiskalpolitischen Puffer (für die nächste Krise) wiederaufzufüllen und der hohen Inflation entgegenzuwirken.



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

Kernhaushalt des Bundes:  
Finanzplan bis 2027

2



Quellen: Bundesfinanzministerium,  
Deutsche Bank Research

Konkret strebt die Bundesregierung im Kernhaushalt<sup>19</sup> für das Haushaltsjahr 2024 ein Ausgabenniveau von „nur noch“ 445,7 Mrd. EUR an (ca. 10,4% des BIP 2024F). Dies entspräche einem Rückgang um rund EUR 30 Mrd. oder 6,4% gegenüber dem Sollwert für das laufende Haushaltsjahr 2023. Angesichts eines prognostizierten Anstiegs der Bundeseinnahmen auf EUR 421,3 Mrd. – was einen Anstieg um EUR 31,4 Mrd. bzw. 8,0% gegenüber dem Vorjahr gleichkäme – würde die für die Schuldenbremse relevante Nettokreditaufnahme auf „nur noch“ EUR 16,6 Mrd. (Sollwert 2023: EUR 45,6 Mrd.) absinken und damit ein Niveau erreichen, welches noch mit der Schuldenbremse vereinbar wäre. In den darauffolgenden Haushaltsjahren soll die Nettokreditaufnahme schließlich bei EUR 16,0 Mrd. (2025), EUR 15,4 Mrd. (2026) und EUR 15,0 Mrd. (2027) liegen.

### Die am Markt beanspruchte Nettokreditaufnahme dürfte deutlich höher sein ...

Aus dem aktualisierten Finanzplan sind drei Dinge erwähnenswert. Erstens wären die für den Kernhaushalt des Bundes angestrebten Gesamtausgaben trotz der verordneten Ausgabenzurückhaltung immer noch um gut EUR 100 Mrd. (oder fast 30%) höher als im letzten Vorpandemiejahr (2019: EUR 343,2 Mrd.). Zweitens lägen die Einnahmen des Bundes um knapp EUR 65 Mrd. bzw. fast ein Fünftel höher als vor der Pandemie (2019: EUR 356,5 Mrd.). Und drittens dürfte die tatsächliche (am Markt beanspruchte) Nettokreditaufnahme des Bundes – die nicht nur den Kernhaushalt, sondern auch die finanziell bedeutenden Sondervermögen umfasst – deutlich höher ausfallen, als es der im Kontext der Schuldenbremse (für den Kernhaushalt) aufgezeigte Betrag von „nur“ EUR 16,6 Mrd. auf den ersten Blick vermuten lässt.

### ... als der im Kontext der Schuldenbremse aufgezeigte Betrag

Dies liegt daran, dass der Bund in zunehmendem Maße von Kreditaufnahmeermächtigungen Gebrauch machen dürfte, die noch nicht am Kapitalmarkt in Anspruch genommen wurden, aber bereits in früheren Haushaltsjahren auf die Schuldenbremse angerechnet wurden.<sup>20</sup> Wir schätzen, dass diese (hauptsächlich in Sondervermögen gehaltenen Finanzreserven derzeit noch ca. EUR 400 Mrd. (oder ca. 10% des BIP) betragen dürften (siehe auch unseren Artikel zur Finanzpolitik im [Ausblick Deutschland: Nur eine technische Rezession? Wirklich?](#)). Diese zusätzlichen Finanzpuffer dürften die Bundesregierung (trotz der Wiedereinhaltung der Schuldenbremse) in die Lage versetzen, auch in den kommenden Haushaltsjahren Finanzierungsdefizite aufzuweisen, die deutlich oberhalb der Verfassung gezogenen Obergrenze von 0,35% des BIP liegen.

### Die Regierung läutet eine finanzpolitische Wende ein

Finanzminister Lindner stellte fest, dass die Bundesregierung mit dem Haushaltsentwurf 2024 und dem aktualisierten Finanzplan bis 2027 lediglich zu einer „normalen“ Finanzpolitik zurückkehre, bei der die strukturelle Nettokreditaufnahme des Bundes nicht mehr als 0,35% des BIP betragen darf (dies entspricht ca. EUR 13,5 Mrd. im Jahr 2024).<sup>21</sup> Lindner ergänzte, dass der fiskalische Rich-

<sup>19</sup> Diese Zielgröße beinhaltet keine Ausgaben, die über Nebenhaushalte bzw. von den Sondervermögen (wie z.B. dem „Klima- und Transformationsfonds“ oder dem „Sondervermögen Bundeswehr“) getätigt werden.

<sup>20</sup> Im [Monatsbericht vom Juni 2023](#) hat die Deutsche Bundesbank einen Artikel über die zunehmende Bedeutung der außerbudgetären Einheiten des Bundes veröffentlicht.

<sup>21</sup> Die zwischen den Jahren 2020 und 2023 im Kontext der Schuldenbremse aufgenommene Nettokreditaufnahme des Bundes beläuft sich auf EUR 506,9 Mrd. (ca. 13,1% des BIP 2022). Ein

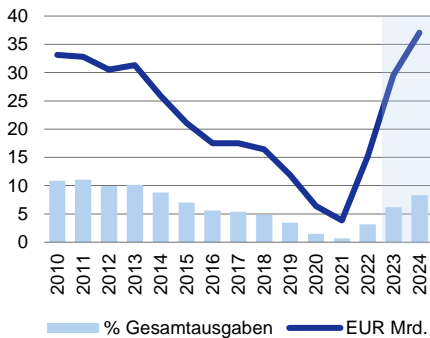


## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

Die Zinsausgaben dürften 2023/24 weiter ansteigen

3

Zinsausgaben des Bundes  
(in Abgrenzung der Finanzstatistik)

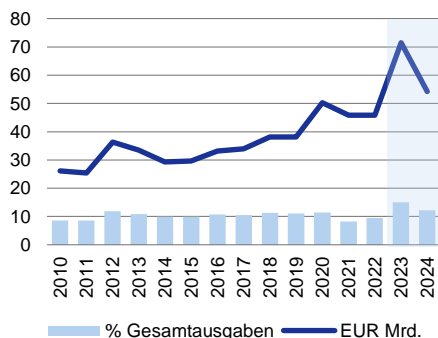


Quellen: Bundesfinanzministerium,  
Deutsche Bank Research

Die Investitionen sollen auf hohem Niveau verstetigt werden

4

Investive Ausgaben des Bundes  
(in Abgrenzung der Finanzstatistik)



Quellen: Bundesfinanzministerium,  
Deutsche Bank Research

tungswechsel den neuen fiskalischen Realitäten Rechnung trage, die es erforderlich machten, dass neue strukturelle Ausgabenpositionen künftig nur noch mit entsprechenden strukturellen Gegenfinanzierungsmaßnahmen realisiert werden können. Mit Blick auf die grundsätzliche Übereinkunft der Koalitionäre (Einhaltung der Schuldenbremse, keine Steuererhöhungen) impliziert dies, dass neue Ausgabenprojekte entsprechende Ausgabenkürzungen in anderen Haushaltsbereichen nach sich ziehen müssten – es sei denn, die Wirtschaft bzw. die Steuereinnahmen wachsen schneller als erwartet. Nach Ansicht von Lindner ist die fiskalische Wende nicht nur eine verfassungsrechtliche Verpflichtung, sondern aufgrund der Kehrtwende in der Geldpolitik und den wieder höheren Zinsen auch ein Gebot der ökonomischen Vernunft. In diesem Zusammenhang wies er darauf hin, dass das Bundesfinanzministerium mit einem weiteren deutlichen Ausgabenanstieg bei den Schuldzinsen auf rund EUR 37 Mrd. im Haushaltsjahr 2024 rechnet. Damit lägen die Zinsausgaben des Bundes nochmals höher als im laufenden Haushaltsjahr (Sollwert für 2023: EUR 29,5 Mrd.) und erheblich über dem Zinsausgabentief von nur EUR 3,9 Mrd. aus dem Jahr 2021.<sup>22</sup>

Die Botschaft ist eindeutig: Die Verfassung und die fiskalischen Realitäten dürften in den kommenden Haushaltsjahren – und im Gegensatz zum vorherigen „finanzpolitisch goldenen“ Jahrzehnt – eine weitere Konsolidierung der Bundesfinanzen und damit eine fortan strikere Überprüfung und Priorisierung der Bundesausgaben erfordern. Lindner sagte, dass der Haushaltsentwurf 2024 („quantitative Konsolidierung“) nur der Ausgangspunkt auf dem Weg der Konsolidierung sein werde. Er fügte hinzu, dass aufgrund eines hohen Anteils an nicht-discretionären bzw. bereits gebundenen Bundesausgaben (z.B. in den Bereichen Soziales, Zinsen und Personalausgaben)<sup>23</sup> die Regierung erst wieder fiskalische Spielräume („Freiheitsräume“) schaffen müsse, um neue Ausgabenbedarfe finanzieren zu können („qualitative Konsolidierung“).

### Eine wachsende Ausgabenlücke bei Verteidigung, ...

Trotz erheblicher fiskalischer Puffer, die außerhalb des Kernhaushalts gehalten werden, dürften die finanzpolitischen Spielräume zunehmend enger werden (Stichworte: Zinswende, ungünstige Demografie, Dekarbonisierung, Digitalisierung, Ausbau der Verteidigungsfähigkeit). Der Druck, die öffentlichen Finanzen in den kommenden Haushaltsjahren weiter entschlossen zu konsolidieren, dürfte unseres Erachtens nicht nachlassen. Auch wenn es der Regierung gelungen ist, im Haushalt 2024 eine anfängliche Deckungslücke von ca. EUR 20 Mrd. zu schließen<sup>24</sup>, muss sie darüber hinaus noch eine nicht näher spezifizierte

Großteil davon entfällt auf die Haushaltsjahre 2020, 2021 und 2022, in denen die Schuldenbremse unter Verweis auf eine außergewöhnliche Notsituation (Ausnahmeklausel) ausgesetzt war. Um die Schuldenbremse bereits im Haushaltsjahr 2023 wieder einhalten zu können, muss die Bundesregierung etwa EUR 40 ½ Mrd. der sich auf ca. EUR 48,2 Mrd. belaufenden allgemeinen Rücklage – die sich aus bereits in den Vorjahren auf die Schuldenbremse angerechneten Kreditaufnahmeermächtigungen speist – beanspruchen. Für das Haushaltsjahr 2024 ist vorgesehen, die restlichen Kreditaufnahmeermächtigungen aus der allgemeinen Rücklage zu nutzen.

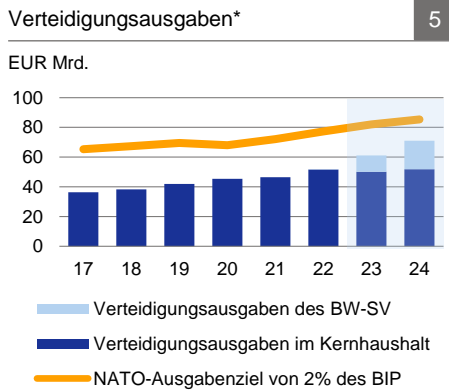
<sup>22</sup> Die Zinsausgaben wären damit mehr als doppelt so hoch wie der von der Schuldenbremse gezeigte (reguläre) Verschuldungsspielraum bzw. würden mehr als zwei Drittel der für das Verteidigungsministerium vorgesehenen Ausgaben im Kernhaushalt 2024 ausmachen.

<sup>23</sup> Laut des Haushaltsentwurfs 2024 sollen allein die Bundeszuschüsse zur gesetzlichen Rentenversicherung etwa EUR 117,2 Mrd. betragen, was ca. 26,3% der gesamten Ausgaben im Kernhaushalt entsprechen würde.

<sup>24</sup> Um diese Lücke zu schließen, müssen alle Ressorts – mit Ausnahme des Bundesverteidigungsministeriums – in den Jahren 2024 und 2025 entsprechend ihrer Leistungsfähigkeit zusätzliche Einsparungen in Höhe von insgesamt EUR 3,5 Mrd. erbringen. Darüber hinaus hat die Regierung entschieden, das Sondervermögen „Digitale Infrastruktur“ aufzulösen, das mit Bundesmitteln ausgestattet worden war, um den Digitalisierungsprozess zu finanzieren. Die Auflösung dieses Nebenhaushalts wird zwar den Kernhaushalt zunächst im Jahr 2024 um EUR 4,8 Mrd. entlasten, jedoch in späteren Haushaltsjahren zu höheren Ausgaben im Kernhaushalt führen. Laut Regierung ist für diese künftigen Belastungen in der Finanzplanung eine Vorsorge getroffen worden.

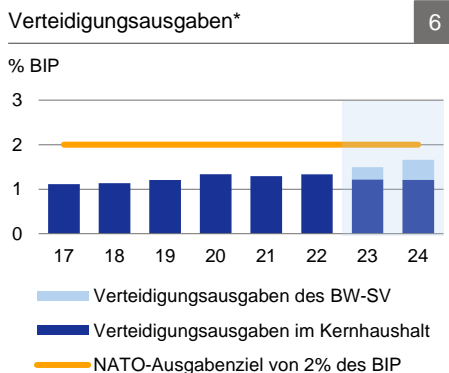


## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung



\* Historische Daten in Abgrenzung der Finanzstatistik (Ausgaben nach Aufgabengebiet).  
 Projektionen für 2023/24: Planwerte für die Ausgaben des Bundesverteidigungsministeriums (Einzelplan 14 im Kernhaushalt des Bundes) sowie zusätzlich geplante Ausgaben des Bundeswehr-Sondervermögens.

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



\* Historische Daten in Abgrenzung der Finanzstatistik (Ausgaben nach Aufgabengebiet).  
 Projektionen für 2023/24: Planwerte für die Ausgaben des Bundesverteidigungsministeriums (Einzelplan 14 im Kernhaushalt des Bundes) sowie zusätzlich geplante Ausgaben des Bundeswehr-Sondervermögens.

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

Konsolidierungsleistung in Höhe von rund EUR 10 Mrd. (ca. 2 ¼% der Kernhaushaltsausgaben) erbringen.<sup>25</sup> Und für den Zeitraum 2025-27 hat das Bundesfinanzministerium einen weiteren finanzpolitischen Handlungsbedarf von EUR 14,4 Mrd. ausgemacht, was einer Konsolidierungsleistung in Höhe von ca. EUR 5 Mrd. pro Haushaltsjahr oder einem Prozent der Ausgaben im Kernhaushalt entsprechen würde (siehe [Monatsbericht des Bundesfinanzministeriums vom Juli 2023](#)).

Doch damit könnte es noch nicht getan sein. Denn neben dem oben identifizierten finanzpolitischen Handlungsbedarf könnte die Regierung noch mit weiteren Finanzierungslücken konfrontiert werden. Auch wenn die Regierung mit EUR 54,2 Mrd. im Jahr 2024 und fast EUR 59 Mrd. im Durchschnitt der Jahre 2025-27 ein recht hohes Niveau für die investiven Ausgaben vorgesehen hat (z. Vgl.: 2023: EUR 71,5 Mrd.; 2019: EUR 38,1 Mrd.), bleibt abzuwarten, ob diese Beträge ausreichen werden, um die dringendsten Investitionsbedarfe in den priorisierten Bereichen Dekarbonisierung, Digitalisierung, Mobilität<sup>26</sup> sowie Forschung & Entwicklung zu finanzieren. In diesem Kontext ist auch erwähnenswert, dass die Regierung den „Klima- und Transformationsfonds“ nunmehr auch damit beauftragt hat, die Halbleiterindustrie zu subventionieren, statt die dazu benötigten Finanzmittel aus dem Kernhaushalt bereitzustellen.

Die Verteidigung ist ein weiterer Bereich, in dem es einen dringenden Finanzierungs-/Investitionsbedarf gibt. In der Tat müssten die im Kernhaushalt getätigten Verteidigungsausgaben in der mittleren Frist erheblich ansteigen, um das NATO-Ausgabenziel von 2% des BIP nachhaltig zu erfüllen. Ausgehend von den Ausgabenzielen für 2024 (EUR 51,8 Mrd. über das Budget des Verteidigungsministeriums im Kernhaushalt und weitere EUR 19,2 Mrd. über „Sondervermögen Bundeswehr“) würde immer noch eine Lücke von mehr als EUR 10 Mrd. gegenüber dem NATO-Ausgabenziel bestehen. Die Regierung hat jedoch darauf hingewiesen, dass Deutschland – unter Berücksichtigung sonstiger verteidigungsbezogener Ausgabenposten in anderen Einzelplänen – das 2%-Ziel bereits im Jahr 2024 erfüllen würde. Ungeachtet dessen dürften aber die – zusätzlich über das Sondervermögen – bereitgestellten Kreditaufnahmeermächtigungen von EUR 100 Mrd. wahrscheinlich bis zum Haushaltsjahr 2027/28 vollständig aufgebraucht sein. Demnach würden diese – zur Aufstockung der (noch) relativ niedrigen Verteidigungsausgaben im Kernhaushalt – bereitgestellten Zusatzmittel ab Ende der 2020er Jahre fehlen. Ab diesem Zeitpunkt könnte die Regierung plötzlich mit einem zusätzlichen Ausgabenbedarf (Kernhaushalt) von rund EUR 40 Mrd. konfrontiert werden – es sei denn, sie stellt im mittelfristigen Finanzplan deutlich höhere Planwerte für die Verteidigungsausgaben (Kernhaushalt) ein. In diesem Zusammenhang warnte das ifo Institut in einem kürzlich erschienenen [Research-Bericht](#), dass die Einhaltung des 2%-NATO-Ziels durch Deutschland gefährdet sei. Das Institut kam zu dem Schluss, dass nur etwa die Hälfte der über das „Sondervermögen Bundeswehr“ erteilten Kreditaufnahmeermächtigungen von EUR 100 Mrd. für die Beschaffung neuen mili-

<sup>25</sup> Die Regierung hat eine sogenannte „globale Mehreinnahme“ von EUR 2 Mrd. eingeplant. Diese Budgetposition impliziert, dass entweder die Wirtschaft (also die Steuereinnahmen) positiv überraschen und/oder die Regierung Steuervergünstigungen abschaffen muss. Darüber hinaus wurde eine „globale Minderausgabe“ von EUR 8 Mrd. verbucht. Dies heißt, dass die vorgesehenen Gesamtausgaben noch genau um diesen Betrag gedrückt werden müssen – sei es über noch näher auszugestaltende Kürzungsmaßnahmen und/oder unter Plan liegende Mittelabflüsse.

<sup>26</sup> Mit dem Beschluss des Koalitionsausschusses im März hat die Bundesregierung sich dazu bereit erklärt, bis zu EUR 45 Mrd. des Investitionsbedarfs der Deutschen Bahn zu finanzieren. Auch wenn ein Teil der benötigten Mittel u.a. über Einnahmen aus dem CO<sub>2</sub>-Zuschlag der LKW-Maut gedeckt werden sollen, ist absehbar, dass auch größere Summen über den Kernhaushalt gestemmt werden müssen. In diesem Zusammenhang hat das Bundesfinanzministerium festgestellt, dass derzeit geprüft wird, wie in den kommenden zwei Jahren ein Betrag von EUR 15 Mrd. über den Haushalt bereitgestellt werden kann. Dies legt nahe, dass zur Erreichung des Zielwerts von EUR 45 Mrd. noch größere Gegenfinanzierungsfragen zu klären sein könnten.



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

tärischen Materials verwendet werden könne, da 33% dieser Zusatzmittel lediglich entsprechende Einsparungen im Kernhaushalt kompensierten und weitere 8% für Zinszahlungen benötigt werden würden.

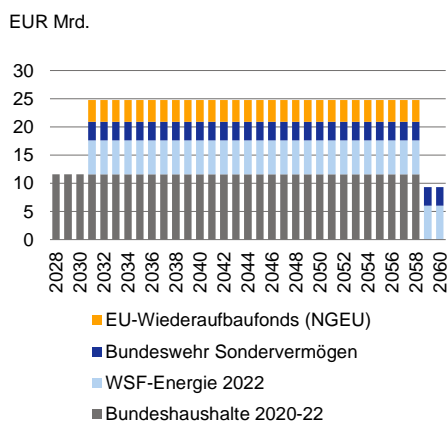
### ... schuldenbremsenbedingte Tilgungspflichten dürften eine noch stärkere Konsolidierung erfordern

Zusätzlich zu dem oben genannten Ausgabendruck muss die Bundesregierung gegen Ende des Jahrzehnts mit der Tilgung der krisen- und pandemiebedingten „Notlagenkredite“ beginnen, die mit Verweis auf die Ausnahmeregelung in der Schuldenbremse aufgenommen wurden. Diese Tilgungspflichten, die sich bereits ab 2028 auf fast EUR 12 Mrd. pro Haushaltsjahr belaufen dürften (siehe Zusatzinformation des Bundesfinanzministeriums zum Haushaltsentwurf 2024), werden den finanzpolitischen Spielraum im Bundeshaushalt weiter einschränken. Und ab dem Haushaltsjahr 2031 könnten sich die jährlichen Tilgungslasten sogar auf einen Gesamtbetrag von ca. EUR 22-25 Mrd. erhöhen.<sup>27</sup> Damit könnten sich die jährlichen Tilgungspflichten auf eine Summe belaufen, die etwa doppelt so hoch wäre wie der diesjährige Nettokreditaufnahmespielraum unter der im Grundgesetz verankerten Schuldenbremse.

Und schließlich ergibt sich noch ein nicht unbedeutendes Haushaltsrisiko aus dem 2. Nachtragshaushaltsgesetz für das Jahr 2021, mit dem die Regierung nicht beanspruchte Kreditaufnahmeermächtigungen in Höhe von EUR 60 Mrd. aus dem Kernhaushalt in den außerbudgetären „Klima- und Transformationsfonds“ übertragen hat. Die CDU/CSU-Opposition hat beim Bundesverfassungsgericht Klage eingereicht, weil diese finanzpolitische Operation ihrer Ansicht nach gegen das Grundgesetz verstoßen hat. Kurz gesagt: Das Bundesverfassungsgericht wird beurteilen müssen, ob die Umwidmung dieser pandemiebedingten Kreditaufnahmeermächtigungen – die unter der Aktivierung der Ausnahmeklausel erteilt wurden – noch mit der grundgesetzlichen Schuldenbremse vereinbar war. Während die mündliche Verhandlung bereits im Juni dieses Jahres stattfand (siehe Mitteilung des Bundesverfassungsgerichts), ist laut Presseberichten mit einer Urteilsverkündung nicht vor Mitte/Ende September zu rechnen.

Möglicher Tilgungsplan des Bundes im Kontext der Schuldenbremse und NGEU\*

7



\* Schätzungen von Deutsche Bank Research. Der endgültige Tilgungsplan wird auch davon abhängen, wie hoch die Beanspruchung des WSF-Energie ausfallen wird. Der hier dargestellte Tilgungsbetrag ergibt sich bei einer vollständigen Beanspruchung der dem WSF-Energie zugewiesenen Kreditaufnahmeermächtigungen von bis zu EUR 200 Mrd.

Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

## Fazit

Aufgrund der zunehmend enger werdenden Finanzspielräume liegt es nahe, dass die Regierung ihre Prioritäten bei den Ausgaben zukünftig noch strikter setzen muss. In diesem Zusammenhang sei erwähnt, dass das von FDP geführte Bundesfinanzministerium laut dem aktualisierten Finanzplan für das Bundeshaushaltsjahr 2025 eine Vorsorge von „nur“ EUR 2 Mrd. für die geplante Kindergrundsicherung – ein Schlüsselprojekt von Bündnis 90/Die Grünen – eingestellt hat. Dieser Betrag ist offenkundig deutlich niedriger als die von Familienministerin Paus (Grüne) ursprünglich geforderten EUR 12 Mrd. pro Jahr. Gleichzeitig hat Finanzminister Lindner erst kürzlich ein größeres Steuerentlastungspaket („Wachstumschancengesetz“) vorgelegt, das darauf abzielt, das Wirtschaftswachstum und die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands zu stärken, und welches den gesamtstaatlichen Haushalt um schätzungsweise EUR 6 Mrd. pro Jahr belasten dürfte.<sup>28</sup> Und unterdessen schlug SPD-Chef Lars Klingbeil vor, das Ehegattensplitting bei der Einkommensteuer für neue Ehen abzuschaffen,

<sup>27</sup> Die endgültige Tilgungshöhe wird auch entscheidend davon abhängen, wie hoch die tatsächlichen Ausgaben des Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF-E) zur Finanzierung der energiebezogenen Entlastungsmaßnahmen (wie z.B. der „Energiepreisbremsen“) ausfallen werden.

<sup>28</sup> Lindners Steuerentlastungspaket umfasst u.a. die Einführung einer Prämie für grüne Investitionen (in Klimaschutz und Energie-/Ressourceneffizienzmaßnahmen), eine höhere Forschungsförderung durch den Staat sowie großzügigere Verlustverrechnungsregeln für Unternehmen (siehe z.B. FAZ vom 13. Juli 2023).



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

---

um zusätzliche Staatseinnahmen zu generieren (siehe [FAZ-Artikel vom 10. Juli 2023](#)) – was von Finanzminister Lindner umgehend zurückgewiesen wurde. Angesichts unterschiedlicher politischer Prioritäten zwischen den drei Koalitionspartnern sowie der derzeit festgefahrenen Situation im Bundeshaushalt (Begrenzung der Nettokreditaufnahme durch die Schuldenbremse, Verzicht auf Steuererhöhungen) dürften sich die Fragen zur Finanzierbarkeit der Wirtschaftspolitik auf absehbare Zeit nicht leichter beantworten lassen.

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



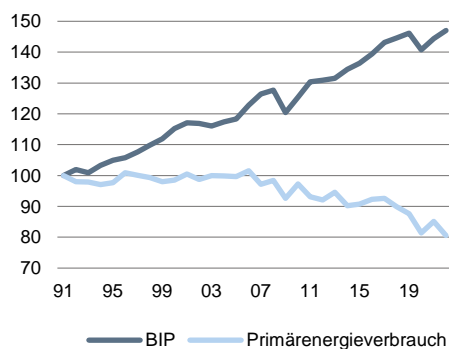
## Rückläufiger Energieverbrauch spiegelt Schwäche energieintensiver Industrien wider

- Der Primärenergieverbrauch in Deutschland sank im letzten Jahr um 5,4%. Dies war der drittgrößte Einbruch seit der deutschen Wiedervereinigung, etwas weniger als 2020 (-7,1% aufgrund von COVID-19) und 2009 (-5,4%, globale Finanzkrise). Das Wirtschaftswachstum hat sich in den letzten drei Jahrzehnten vom Energieverbrauch abgekoppelt. Dennoch ist es bemerkenswert, dass der Primärenergieverbrauch sank, obwohl das reale BIP 2022 um 1,8% stieg. Der Rückgang des Primärenergieverbrauchs setzte sich Anfang 2023 fort (-6,8% gg. Vj. in Q1).
- Die industrielle Gasnachfrage ist in der ersten Jahreshälfte 2023 weiter gesunken (-11,2% gg. Vj.), nach einem Rückgang um 16,4% im Jahr 2022. Die geringe industrielle Gasnachfrage spiegelt den Rückgang der Industrieproduktion in energieintensiven Branchen wider. In den ersten fünf Monaten des Jahres 2023 schrumpfte die Produktion in der chemischen Industrie um 17,2% gg. Vj. Auch die Baustoffindustrie (-17,7%) sowie die Papierindustrie (-14,4%) verzeichneten deutliche Verluste.
- Im 1. Halbjahr 2023 sank der Stromverbrauch um überraschend hohe 6,2% gegenüber dem Vorjahr (bereits -3% im Jahr 2022). Die schwache Wirtschaftsleistung der energieintensiven Industrien und höhere Strompreise waren erneut ein wesentlicher Treiber. Ferner sank die Bruttostromerzeugung in Deutschland im 1. Halbjahr 2023 um mehr als 10% gg. Vj. Der Rückgang der inländischen Stromerzeugung in den ersten Monaten des Jahres wurde durch höhere Stromimporte (+29,3%) und geringere Exporte (-17,7%) kompensiert. Dennoch war Deutschland im bisherigen Jahresverlauf ein Nettoexporteur von Strom. Im Mai und Juni, den ersten vollen Monaten nach dem endgültigen Ausstieg aus der Kernenergie, erhöhte Deutschland jedoch seine Stromimporte und wurde zum Nettoimporteur von Strom.

### Primärenergieverbrauch geht Anfang 2023 weiter zurück

#### Entkopplung von Wirtschaftswachstum und Energieverbrauch

Reales BIP und Primärenergieverbrauch in Deutschland, 1991=100



Quellen: Statistisches Bundesamt, AG Energiebilanzen

Die Energiekrise des Jahres 2022 hatte massive Auswirkungen auf den Energieverbrauch in Deutschland. Der **Primärenergieverbrauch** sank im letzten Jahr um 5,4%. Dies war der drittstärkste Einbruch seit der deutschen Wiedervereinigung, etwas weniger als 2020 (-7,1% aufgrund von COVID-19) und 2009 (-5,4%, globale Finanzkrise). Das Wirtschaftswachstum hat sich in den letzten drei Jahrzehnten vom Energieverbrauch abgekoppelt (siehe Grafik). Dennoch ist es bemerkenswert, dass die Primärenergienachfrage trotz eines Anstiegs des realen BIP um 1,8 % zurückging.

Im Jahr 2022 verbrauchte Deutschland fast 16% weniger Gas (Unterbrechung der Gaslieferungen aus Russland und höhere Gaspreise) und etwa 50% weniger Kernenergie (drei von sechs Kernkraftwerken wurden Ende 2021 abgeschaltet). Um den geringeren Beitrag von Gas und Kernenergie zum Primärenergieverbrauch auszugleichen, wurden mehr Braunkohle (+4,2%), Steinkohle (+4%), erneuerbare Energien (+3,9%) und Mineralöl (+2,9%) eingesetzt.

Der Rückgang des deutschen Primärenergieverbrauchs setzte sich zu Beginn des Jahres 2023 fort. Die gesamte Primärenergienachfrage sank im 1. Quartal um 6,8% gg. Vj. Erstaunlich ist, dass alle Energieträger einen Rückgang verzeichneten. Am meisten verlor die Kernenergie (-31,9% gg. Vj. wegen des Streckbetriebs der letzten drei Kernkraftwerke), gefolgt von Gas (-12,8%), Steinkohle (-7%), Braunkohle (-6,9%) und Mineralöl (-2,6%). Der Beitrag der erneuer-

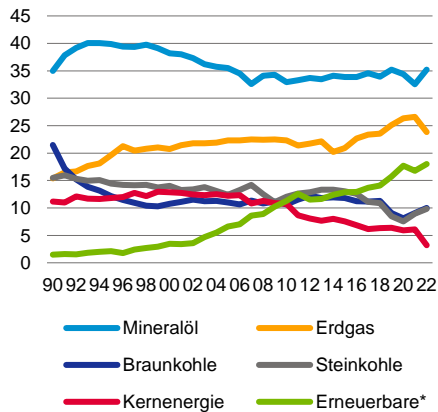


## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

### Öl, Kohle und Erneuerbare gewinnen an Bedeutung

2

Anteil der Energieträger am Primärenergieverbrauch in Deutschland, %



\* Inklusive Sonstige

Quellen: AG Energiebilanzen, BMWK

baren Energien zum Primärenergieverbrauch stagnierte aufgrund der ungünstigen Witterungsverhältnisse in den ersten Monaten des Jahres 2023. Hohe Energiepreise, milde Temperaturen und eine strukturell geringere industrielle Gasnachfrage trugen zu dem deutlichen Rückgang des Primärenergieverbrauchs bei.

Mineralöl war auch im Jahr 2022 der wichtigste Primärenergieträger, gefolgt von Erdgas, erneuerbaren Energien, Braunkohle und Steinkohle. Alle fossilen Energieträger zusammen deckten im vergangenen Jahr 79% des Primärenergieverbrauchs ab.

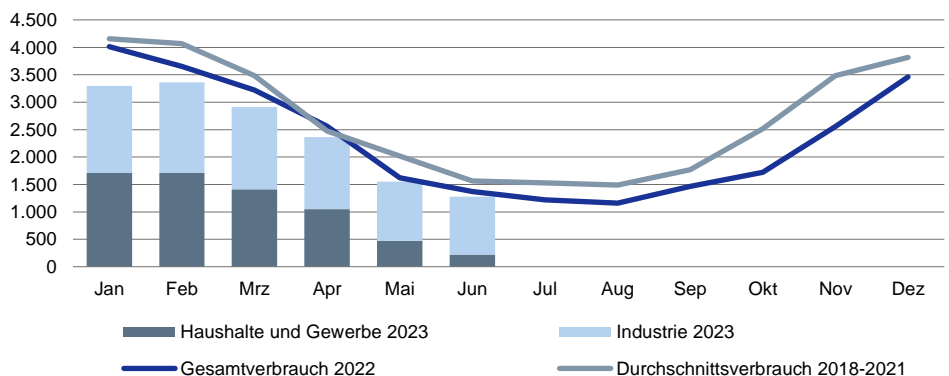
### Gas: Strukturelle Verluste bei der industriellen Nachfrage

Nach Angaben der Bundesnetzagentur sank der industrielle Gasverbrauch in Deutschland bereits 2022 um 16,4%. Zu Beginn dieses Jahres erwarteten wir, dass sich die industrielle Gasnachfrage im Jahr 2023 auf einem niedrigen Niveau einpendeln würde, und argumentierten, dass ein weiterer Rückgang unter das bereits niedrige Niveau von 2022 eher unwahrscheinlich sei. Allerdings ist die industrielle Gasnachfrage in der ersten Hälfte des Jahres 2023 weiter deutlich zurückgegangen (-11,2% gg. Vj.). Die jüngsten wöchentlichen Daten zeigen zumindest, dass die Lücke in der industriellen Gasnachfrage zwischen 2023 und 2022 kleiner wird.

### Gasverbrauch erneut unter Vorjahresniveau

3

Monatlicher durchschnittlicher Gasverbrauch in Deutschland, GWh pro Tag

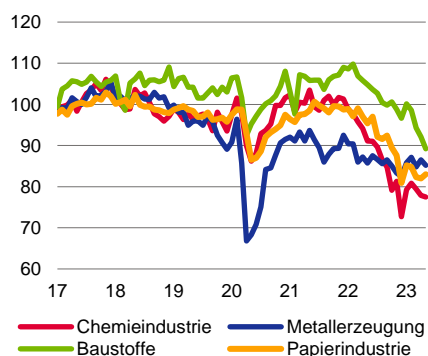


Quelle: Bundesnetzagentur

### Spürbarer Produktionsrückgang in energieintensiven Sektoren

4

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die geringe industrielle Gasnachfrage spiegelt den Rückgang der Industrieproduktion in energieintensiven Branchen wider. In den ersten fünf Monaten des Jahres 2023 sank die Produktion in der chemischen Industrie um 17,2% gg. Vj. Auch die Baustoffindustrie (-17,7%) und die Papierindustrie (-14,4%) verzeichneten deutliche Einbußen. Der Rückgang in der Metallherzeugung (-2,2%) war weniger ausgeprägt. Alle vier energieintensiven Sektoren mussten bereits im vergangenen Jahr einen Rückgang der Inlandsproduktion hinnehmen, wobei die chemische Industrie am stärksten betroffen war (-11,9%). Wir erwarten, dass einige Produktionskapazitäten, die aufgrund der höheren Gaspreise und der Sorge um die Versorgungssicherheit stillgelegt wurden, nicht mehr auf den Markt zurückkehren werden. Damit hat sich ein struktureller Rückgang des industriellen Gasverbrauchs eingestellt. Hinzu kommt, dass die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe in den letzten Quartalen trotz einiger Auf- und Abs zu Beginn des Jahres 2023 (Volatilität aufgrund von Großaufträgen) tendenziell rückläufig waren. Somit könnte auch die Gasnachfrage der nicht-energieintensiven Industrien in den nächsten Monaten schrumpfen.

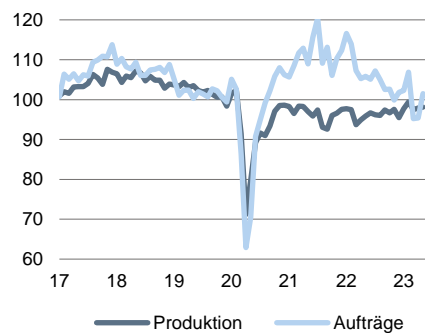


„Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

Auftragseingänge volatil

5

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100

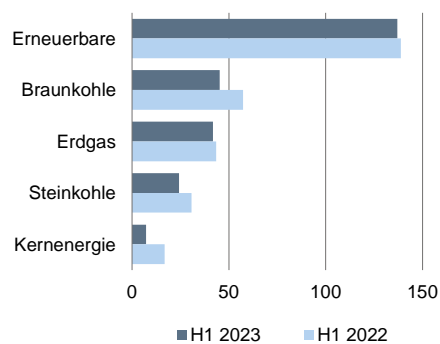


Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutlicher Rückgang der nuklearen und fossilen Stromerzeugung

6

Bruttostromerzeugung in Deutschland, TWh

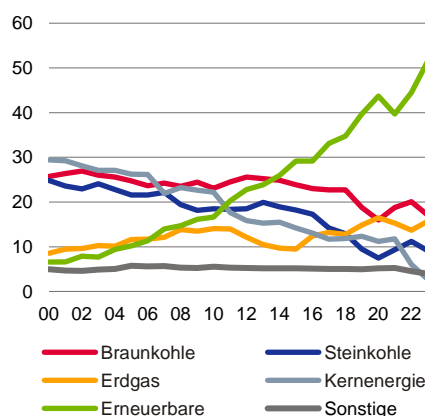


Quelle: BDEW

Erneuerbare an der Spitze

7

Anteil einzelner Energieträger an der Bruttostromerzeugung in Deutschland, %



2023: 1. Halbjahr

Quelle: AG Energiebilanzen

Der Gasverbrauch privater Haushalte und (kleiner) gewerblicher Kunden ging 2022 um 18,3% zurück (höhere Preise, milder Winter). Im 1. Halbjahr 2023 sank der Verbrauch um 8,9% gegenüber dem Vorjahr. Da die Gaspreise über dem Vorkrisenniveau bleiben werden, haben die privaten Haushalte weiterhin Anreize Gas zu sparen. Die wöchentlichen Verbrauchsdaten zeigen, dass die Temperaturen der wichtigste Faktor für den privaten Gasverbrauch sind: In den wenigen Wochen mit sehr niedrigen Temperaturen im Winter 2022/23 zeigte sich, dass die privaten Haushalte trotz höherer Preise ihren Gasverbrauch kaum einschränkten. Daher werden die Temperaturen im Winter 2023/24 erneut der wichtigste Risikofaktor für die private Gasnachfrage sein.<sup>29</sup>

Strom: Geringere Nachfrage, mehr Importe

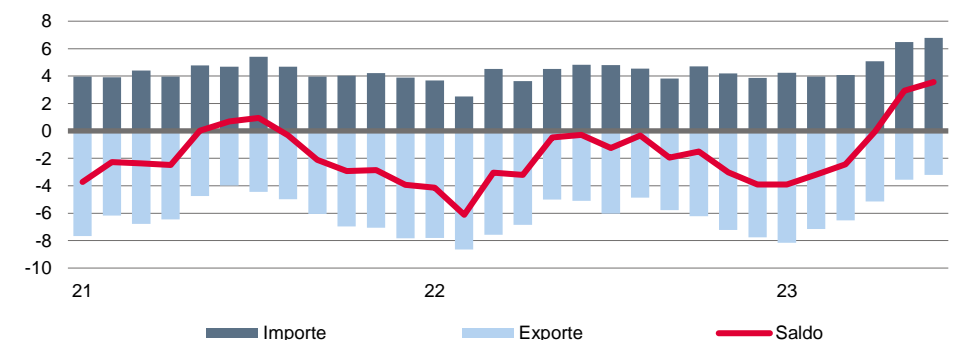
Neben dem Primärenergieverbrauch und der Gasnachfrage ist auch der **Stromverbrauch** im Jahr 2022 gesunken (-3% laut BDEW-Daten). Im 1. Halbjahr 2023 nahm der Stromverbrauch um überraschend hohe 6,2% gg. Vj. ab. Die schwache Wirtschaftsleistung der energieintensiven Industrien und die gestiegenen Strompreise waren erneut ein wesentlicher Treiber. Darüber hinaus ging die Bruttostromerzeugung in Deutschland um mehr als 10% gg. Vj. zurück. Die Stromerzeugung aus Kernenergie sank um 57% gg. Vj. (Streckbetrieb und endgültige Stilllegung von Anlagen Mitte April; 2021: -49,8%). Auch die Stromerzeugung auf Basis von Steinkohle (-21%) und Braunkohle (-20,9%) schrumpfte deutlich, nachdem sie 2022 noch um 18% bzw. 5,5% gestiegen war. Die Stromerzeugung aus Gaskraftwerken sank um 3,8% gg. Vj. (2022: -11,6%).

Aufgrund der ungünstigen Wetterbedingungen in den ersten Monaten des Jahres 2023 (weniger Wind und weniger Sonnenstunden) und trotz eines erheblichen Anstiegs der installierten Kapazität, insbesondere bei der Fotovoltaik (+5 GW in den ersten fünf Monaten des Jahres 2023), ging die Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien um 1,3% gg. Vj. zurück. Im Juni stieg die Stromerzeugung aus Fotovoltaik jedoch aufgrund der hohen Anzahl an Sonnenstunden und des Anstiegs der installierten Kapazität um mehr als 10% gg. Vj.

Deutschland zuletzt Netto-Importeur von Strom

8

Deutscher Stromaustausch mit dem Ausland, physikalischer Lastfluss, TWh



Quelle: BDEW

Der Rückgang der inländischen Stromerzeugung in den ersten Monaten des Jahres 2023 wurde durch höhere Stromimporte (+29,3%) und geringere Exporte (-17,7%) kompensiert. Dennoch war Deutschland im bisherigen Jahresverlauf ein Nettoexporteur von Strom. Im Mai und Juni, den ersten vollen Monaten nach dem endgültigen Ausstieg aus der Kernenergie, erhöhte Deutschland jedoch

<sup>29</sup> Für weitere Informationen über die Situation der Gasversorgung und -nachfrage in Deutschland siehe Heymann, Eric und Marion Muehlberger (2023). *Energy Transition Monitor #2 – Lower energy consumption, no supply worries*. Deutsche Bank Research. Focus Germany.



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

---

seine Stromimporte und wurde zum Nettoimporteure von Strom. Mit dem steigenden Beitrag der Fotovoltaik in den Sommermonaten erwarten wir, dass die Stromexporte wieder steigen werden. Bei längeren Phasen mit geringen Niederschlägen in Mitteleuropa könnte Deutschland wieder dazu beitragen, die geringere thermische Stromerzeugung in Nachbarländern wie Frankreich auszugleichen. Es wird jedoch auch weiterhin längere Zeiträume geben, in denen Deutschland ein Nettoimporteure von Strom sein wird.

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



## Büromarkt: Bremst die Infrastruktur die Nachfrage in den Metropolen?

- Die Auswirkungen von Homeoffice auf die Büronachfrage dürften generell gering sein. Die Ausnahme könnten A-Städte mit einem hohen Anteil an Wissensarbeitern sein.
- Die hohe Kapazitätsauslastung der Infrastruktur in den Metropolen könnte ein wichtiges und bisher vernachlässigtes Argument sein. Die steigende Einwohner- und Pendlerzahl könnte die lokale Infrastruktur an oder sogar über ihr Kapazitätsmaximum gebracht haben. Lange Pendlerzeiten könnte die Nachfrage nach Büroflächen in den Metropolen reduziert haben.
- Die geringere Nachfrage nach Büroflächen in den A-Städten könnte auch den Einzelhandelssektor belasten.
- Die Insolvenzen nehmen zu, allerdings von einem sehr niedrigen Niveau aus. Die Kreditausfälle dürften aber nur verhalten zulegen.

### Starker Rückgang auf dem US-Büromarkt

Die Pandemie und der Zinsschock der letzten Jahre haben tiefe Spuren auf dem Gewerbeimmobilienmarkt hinterlassen. In den USA hat die intensive Nutzung von Homeoffice die Leerstandsquote auf dem Büromarkt erheblich erhöht. In einigen US-Städten stehen mehr als 20% der Büros leer. Im Gewerbeimmobilienmarkt sind die Preise vom Höchststand im April 2022 bis Dezember 2023 um etwa 12% gesunken. Im Jahr 2023 haben die Preise begonnen, seitwärts zu laufen. Der jüngste US-Bankenstress ergab, dass die großen US-Banken sogar einen sehr starken Rückgang der Preise für Gewerbeimmobilien um 40% verkraften können.

### Deutschland: Homeoffice hat einen geringen Einfluss auf die Nachfrage nach Büroflächen

Leerstandsrate in 126 Städten

1

Leerstandsrate in %				
Städteklasse	A	B	C	D
# Städte	7	14	22	83
1990-2022 Durchschnitt	6,1	5,3	4,9	5,4
2019	3,2	3,1	4,1	4,6
2020	3,8	3,5	4,2	4,4
2021	4,8	3,8	4,1	4,0
2022	5,0	3,9	4,1	3,9

Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Angesichts der Entwicklungen in den USA steht auch die Zukunft des Büromarktes in Deutschland auf dem Prüfstand, zumal sich die Umfrageindikatoren für den Büromarkt in letzter Zeit drastisch verschlechtert haben. Bislang hält sich die negative Entwicklung in Deutschland in Grenzen. Die Leerstandsquoten auf dem Büromarkt haben sich nur leicht erhöht. In unseren 126 Städten, typischerweise den größten Städten, in denen insgesamt rund 31 Millionen Menschen leben, steigt die bevölkerungsgewichtete Leerstandsquote von 3,5% im Jahr 2019 auf 4,1% im Jahr 2022. Vermutlich wird die Leerstandsquote im Jahr 2023 weiter ansteigen. Wir denken aber, dass die aktuelle Leerstandsquote immer noch unter 4,5% liegt und den langfristigen Durchschnitt von 5,4% nicht erreichen wird.

Hinter dem bevölkerungsgewichteten Durchschnitt verbergen sich zwei sehr unterschiedliche Entwicklungen. Von 2019 bis 2022 stieg die Leerstandsquote in A-Städten (Metropolen) und B-Städten, d. h. in Städten mit mehr als 500.000 Einwohnern, erheblich an. In A-Städten stieg sie von 3,2% auf 5,0% und in B-Städten von 3,1% auf 3,9%. Im Gegensatz dazu bewegten sich die Leerstandsquoten in C-Städten, typischerweise Städte mit etwa 200.000 Einwohnern, kleineren, gut angebundenen Städten und oft sehr guten Universitäten, mit 4,1% seitwärts. Noch interessanter ist die Entwicklung in den 83 D-Städten mit jeweils etwa 100.000 Einwohnern. Hier sank die Leerstandsquote von 4,6% auf 3,9%.



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

### Büroflächennachfrage und Homeoffice

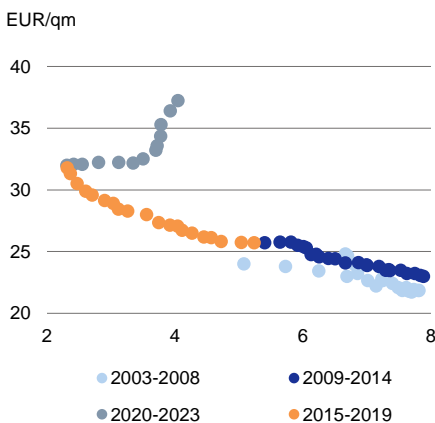
2

Die Nachfrage nach Büroraum wird sehr oft mit der intensiveren Homeoffice-Nutzung in Verbindung gebracht. In Deutschland ist das typische Hybrid-Arbeitsmodell, an einem oder zwei Tagen pro Woche Homeoffice zu machen. [Hier](#) haben Marc Schattenberg und ich deutlich gezeigt, dass dieses Modell die Nachfrage nach Büroflächen nur geringfügig verändert. Dies gilt insbesondere, da die Daten des Statistischen Bundesamtes zeigen, dass der Anteil der Beschäftigten, die gelegentlich von zu Hause arbeiten können, im Jahr 2022 nur noch 24,2% betrug und bereits 2021 unter 24,9% lag. Unserer Einschätzung nach geht der Anteil im Jahr 2023 weiter zurück. Darüber hinaus liegt die durchschnittliche Intensität des Homeoffice nach Angaben des ifo Instituts bei nur einem Tag pro Woche

Quelle: Deutsche Bank Research

### 2003-2023 Büromarkt in A-Städten: Durchschnittliche Spitzenmiete vs. Leerstandsrate

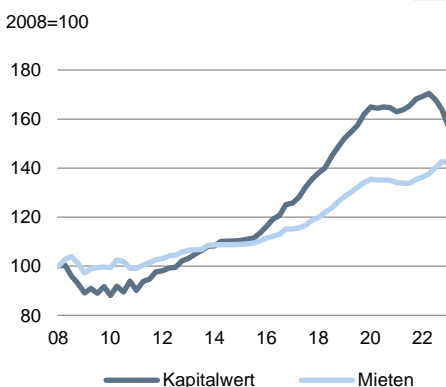
3



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

### Büromarkt

4



Quellen: vdp, Deutsche Bank Research

Unserer Meinung nach gibt es mehrere Gründe für die Divergenz zwischen den verschiedenen Typen von Städten. Erstens befinden sich die Hauptsitze großer Unternehmen häufig in A- und B-Städten. Sie haben in der Regel einen relativ hohen Anteil an Wissensarbeitern, was die anekdotische Evidenz erklären könnte, dass dort Homeoffice intensiver genutzt wird als in kleineren Firmen. Zweitens könnte die öffentliche Infrastruktur in vielen deutschen Städten, insbesondere in A- und B-Städten, an ihre Kapazitätsgrenzen gestoßen sein. In den letzten zehn Jahren ist die Einwohnerzahl in den A-Städten um etwa 10% gestiegen, in den B- und C-Städten um etwas mehr als 6% und in allen D-Städten nur um 3,5%. In diesem Zeitraum hat die Pendlerzahl in allen ABCD-Städten noch stärker zugenommen. Das Verhältnis von Pendlern zu Einwohnern erhöhte sich von 27% auf 30%. In den A-Städten ist der Anteil mit 32,3% besonders hoch. Umgekehrt hat sich die Qualität der Infrastruktur vermutlich verschlechtert. Verspätungen und Ausfälle sind an der Tagesordnung. Ein riesiger Investitionsstau wird nun abgearbeitet. Langfristig wird die geplante Modernisierung die Probleme verringern. In den kommenden Jahren werden jedoch mehr Baustellen und Streckenstilllegungen erforderlich sein, die die Pendlerzeiten noch weiter verlängern dürften. Infolgedessen könnten Büros in den Metropolen derzeit besonders unattraktiv sein, da sich die hohe Auslastung der Pendlerkapazitäten negativ auf die Produktivität der Büroangestellten auswirkt. Drittens sind die Spitzenmieten während des Booms in den A-Städten um 55%, in den B-Städten um 38% und in den C- und D-Städten nur um 34% bzw. 27% gestiegen. Dadurch stieg die Spanne zwischen A- und D-Städten von etwa 15 EUR pro m<sup>2</sup> im Jahr 2009 auf 25 EUR pro m<sup>2</sup> im Jahr 2022. Auch die Spanne zwischen B- und D-Städten hat sich von 3 EUR pro m<sup>2</sup> auf 5 EUR pro m<sup>2</sup> vergrößert. Auch gibt es einige Belege dafür, dass Co-Working-Spaces auch in ländlichen Gebieten auf dem Vormarsch sind. Besonders Regionen, die in der Nähe von Metropolen liegen, dürften besonders attraktiv sein.

Unserer Einschätzung nach besteht weiterhin eine hohe Nachfrage nach deutschen Büroflächen. Allerdings scheint die Flächennachfrage in den Metropolen zu sinken, womöglich zugunsten einer höheren Nachfrage in umliegenden Städten und Regionen. Weiterhin dürfte der Homeoffice-Effekt in Bezug auf die Gesamtnachfrage nach Büroflächen relativ gering sein.

### Warum verschlechtern sich die Umfragewerte?

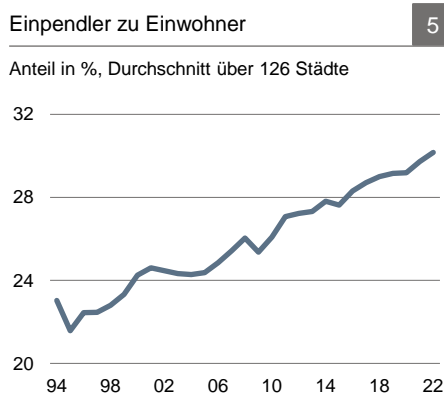
Die oben erwähnte gedämpfte Stimmung unter Immobilienmaklern und Marktteilnehmern könnte die etwas geringere fundamentale Nachfrage widerspiegeln. Bedeutender ist aber wahrscheinlich das Ende des Booms. Von 2009 bis 2022 haben sich die Preise bundesweit etwa verdoppelt. In Q1 2023 fielen die vdp-Büropreise um 4,3% ggü. Vorquartal, was der zweithöchste Rückgang der Zeitreihe ist und der dritte Rückgang in Folge. Vom Hochpunkt bis zu Q1 fielen die Preise um rund 8%, was eindeutig auf die höheren Refinanzierungskosten zurückzuführen ist. Im ersten Quartal gingen die Mieten zum ersten Mal seit der Pandemie um 0,2% ggü. dem Vorquartal zurück. Infolgedessen stiegen die anfänglichen Mietrenditen von 2,7% in Q4 2021 auf 3,5% in Q1 2023. Allerdings handelt es sich bei den Preisen und Mieten um nicht saisonbereinigte Daten, und historisch gesehen ist das erste Quartal bei beiden Zeitreihen besonders schwach. Für den gesamten deutschen Büromarkt erwarten wir, dass sich bald ein neues Gleichgewicht mit leicht niedrigeren Preisen im Vergleich zum aktuellen Niveau und höheren Mieten einstellen wird. Die Inflation dürfte die Mieten im Büromarkt erhöhen. Dies wird auch durch die Entwicklung in den A-Städten bestätigt, wo die Spitzenmieten in den 1a-Lagen in allen A-Städten trotz steigender Leerstände im 1. Quartal 2023 neue Allzeithochs erreicht haben und in Köln und Düsseldorf um satte 24% bzw. 28% im Jahresvergleich gestiegen sind, was deutlich zeigt, dass Büros sehr gefragt sind. Dass der Markt in eine neue



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

Marktphase eingetreten ist, zeigt sich auch in einem deutlich geringeren Transaktionsvolumen. Wir rechnen nicht mit einer Erholung der Transaktionen, da die Refinanzierungskosten auf einem viel höheren Niveau bleiben werden. Die Inflationsraten sind immer noch zu hoch und könnten über dem 2%-Ziel verharren. Dies bedeutet weiterhin hohe Refinanzierungskosten und relativ niedrige Transaktionsvolumina. Die sehr hohen Transaktionsvolumina der Boomjahre gehören wohl dauerhaft der Vergangenheit an.

### A-Städte: Geringere Büronachfrage könnte sich negativ auf den Einzelhandel auswirken



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

In den A-Städten können höhere Leerstandsquoten auf dem Büromarkt auch Auswirkungen auf den Einzelhandel haben. Wenn weniger Büroangestellte in die A-Städte pendeln, schrumpft ceteris paribus die Zahl der Verbraucher und damit der Umsatz. Dies könnte die laufende Strukturanpassung im Einzelhandel noch verschärfen. Von 2017 bis 2022 sind die inflationsbereinigten Spitzenmieten im Einzelhandel in den A-Städten um 27% gesunken, weil es weniger Einzelhandel in den Straßen und mehr Online-Verkäufe gibt. Aber auch die große Einkommensunsicherheit durch die Energiekrise im Herbst und über das Winterhalbjahr war ein weiterer Faktor. Seit Oktober 2022 hat sich das deutsche Konsumklima zwar etwas verbessert, ist aber immer noch sehr schwach. Der reale private Konsum ist von Q3 2022 bis Q1 2023 um rund 3% gesunken. Im zweiten Quartal 2023 haben sich die realen Einzelhandelsumsätze im Vergleich zum ersten Quartal in etwa seitwärts bewegt, und die erwartete Erholung dürfte gedämpft ausfallen. Daher ist es keine Überraschung, dass die Spitzenmieten im Einzelhandel 2023 erneut zurückgingen.

Es gibt auch zwei wesentliche positive Entwicklungen. Besonders wichtig ist die hohe Inflation. Nominal steigen die Umsätze im deutschen Einzelhandel sowohl für Lebensmittel als auch für Nichtlebensmittel seit 2009 kontinuierlich an. So sinken die nominalen Spitzenmieten im Einzelhandel in den A-Städten von 2017 bis 2022 nur um 13%. Ein weiterer Faktor ist die steigende Bevölkerung in den Metropolen, die durch Zuwanderung aus dem In- und Ausland getrieben wird. In den letzten zehn Jahren legte die Einwohnerzahl aller A-Städte von 9,28 Millionen auf 10,18 Millionen zu. Diese positiven Entwicklungen sind jedoch weniger wichtig als die strukturelle Anpassung aufgrund des anhaltenden Trends zu mehr Online-Handel. Dieser wird sich voraussichtlich fortsetzen. Im Jahr 2022 lag der bundesweite Anteil des Online-Umsatzes am gesamten Einzelhandel bei knapp über 25% für Nichtlebensmittel, aber nicht einmal 2% für Lebensmittel. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass diese Anteile in den nächsten Jahren auf 30 bis 50% bei Nichtlebensmitteln und 5 bis 25% bei Lebensmitteln steigen werden. Die strukturelle Anpassung des Einzelhandelsmarktes dürfte sich in den Jahren 2023 und 2024 also fortsetzen. Dies dürfte die nominalen Spitzenmieten in den A-Städten weiter reduzieren.

### Die Zahl der Insolvenzen könnte etwas steigen

Der Boom ist vorbei. Der Markt für Gewerbeimmobilien normalisiert sich. Das bedeutet auch höhere Insolvenzen bei Unternehmen. Zum Teil ist dies auch eine Folge der besonders niedrigen Insolvenzen während der Pandemie. Die deutlich höheren Refinanzierungskosten sind aber der entscheidende Treiber, insbesondere für risikofreudige Investoren. Laut Bundesbank sind risikobehaftete Kredite nach ESRB-Definition im Jahr 2022 von einem sehr niedrigen Niveau aus um rund 5% ggü. Vorjahr gestiegen. In Anbetracht der weiter fallenden Preise im Gewerbeimmobiliensektor ist für 2023 mit einem weiteren Anstieg zu rechnen. Dies wird jedoch vor allem bei sehr risikofreudigen Investoren mit hohen Beleihungsausläufen und variabel verzinsten Hypotheken zum Tragen



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

---

kommen. Für sie könnten sich die Investitionen nicht auszahlen. Die meisten von ihnen dürften jedoch über ausreichende Puffer verfügen, um die Anpassung zu bewältigen, nachdem sich die Preise in den Boomjahren etwa verdoppelt haben. Im Gegensatz dazu bevorzugten die meisten Investoren Hypotheken mit langen Laufzeiten. Sie sollten genügend Zeit haben, sich auf die Normalisierung des Gewerbeimmobilienmarktes einzustellen. Das dürfte die negativen Auswirkungen begrenzen.

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



## Rück- und Ausblick zur Halbzeit – Anpassung des Wachstumsmodells im Fokus

— **Regierungsbilanz zur Halbzeit – Glas halb leer oder halb voll.** Unsere Matrix bietet einen Überblick über die wichtigsten Meilensteine, die die Regierung seit Amtsantritt im Dezember 2021 in verschiedenen Politikfeldern erreicht hat. Das Krisenmanagement zur Verhinderung eines Energieversorgungsengpasses und zur Abfederung des Energiepreisschocks kann als weitgehend erfolgreich angesehen werden – wenn auch nicht in vollem Umfang zielgenau. Darüber hinaus lassen sich Fortschritte beim beschleunigten Ausbau der erneuerbaren Energien, eine schrittweise Verwirklichung der „Zeitenwende“ und eine starke Dynamik in Bezug auf eine grüne Industriepolitik (z.B. Investitionszuschüsse für grüne Technologien als Teil der vor zwei Wochen vorgeschlagenen Steuerreform) feststellen. Um die Herausforderungen in der zweiten Hälfte der Legislaturperiode zu verstehen, hilft es, einen Blick aus der Vogelperspektive auf das deutsche Wirtschaftsmodell insgesamt zu werfen.

— **Anpassung des Wachstumsmodells – wir werfen einen Blick auf unsere SWOT-Analyse aus dem Jahr 2021.** In unserer SWOT-Analyse vom März 2021 kamen wir zu dem Schluss, dass die wichtigsten Risiken für das deutsche Wachstumsmodell aus dem global zunehmenden wirtschaftlichen Nationalismus und einem beschleunigten Green-Tech/AI-Wettlauf resultieren. Beide haben sich ziemlich schnell materialisiert. Während Deutschland immer noch einen Wettbewerbsvorteil bei der Herstellung grüner Exportgüter hat, gewinnt China rasch Marktanteile auf diesem wachsenden Markt. Daher scheint die „grüne Exportchampion-Strategie“ mit weiteren Wachstumsstrategien kombiniert werden zu müssen. Künftige Maßnahmen der Regierung und der Unternehmen sollten daher auch auf eine optimale Verteilung der F&E-Investitionen, die Nutzung der Potenziale von Industriedaten, eine beschleunigte Verbreitung sektorübergreifender Technologien wie KI, eine erfolgreiche Umschulung von Arbeitskräften in Verbindung mit einer gezielten Zuwanderung und Verbesserungen der (digitalen) Infrastruktur ausgerichtet sein.

— **Der Aufstieg der AfD in den aktuellen Umfragen wird nicht zu einer Kehrtwende des wirtschaftspolitischen Kurses führen, aber möglicherweise zu mehr Pragmatismus in der zweiten Hälfte der Legislaturperiode.** Die Mischung aus hartnäckiger Inflation, sich verschlechternden Wirtschaftsaussichten, anhaltenden Koalitionsstreitigkeiten und als hastig wahrgenommenen Gesetzgebungsverfahren haben zu einem deutlichen Rückgang der Popularität der Regierung und zu einem historischen Höchststand der Zustimmungsraten für die AfD beigetragen. Alles in allem erwarten wir, dass die Regierung ihre Reformagenda nach der Sommerpause weiter umsetzen wird, aber möglicherweise mit etwas mehr Pragmatismus.

**Halbzeitbilanz – Glas halb leer oder halb voll.** Die Sommerpause zur Hälfte der Legislaturperiode ist ein klassischer Zeitpunkt für eine Bestandsaufnahme dessen, was die amtierende Regierung bisher erreicht hat. Da der russische Angriff auf die Ukraine und die anschließende Energiekrise einen (anhaltenden) externen Schock für die deutsche Wirtschaft darstellen, müssen sowohl die unmittelbare Krisenbewältigung als auch die Fortschritte bei der angepassten Reformagenda der Regierung in eine Bewertung mit einfließen. Unsere Matrix (siehe Grafik 1) bietet einen Überblick über die wichtigsten Meilensteine, die die Regierung seit ihrem Amtsantritt im Dezember 2021 in verschiedenen Politikfeldern erreicht hat. Das Krisenmanagement zur Verhinderung eines Energieversorgungsengpasses und zur Abfederung des Energiepreisschocks kann als weitge-

### SWOT-Analyse

1

<p><b>Stärken</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Solides makroökonomisches Rahmenwerk und solide Wirtschaftspolitik</li> <li>• Teil des EU-Binnenmarkts</li> <li>• Relativ geringe Ungleichheit</li> <li>• Starke industrielle Basis</li> <li>• Forschungs- &amp; Innovationsstärke</li> </ul>	<p><b>Schwächen</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Hohe Abhängigkeit von Exportnachfrage</li> <li>• Rasch alternde Bevölkerung</li> <li>• Relativ schwache digitale Infrastruktur</li> <li>• Anhaltend niedriges Potenzialwachstum</li> <li>• Relativ schwaches Finanzsystem (Wagniskapital)</li> </ul>
<p><b>Risiken</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Verlagerung des Verarbeitenden Gewerbes nach Asien</li> <li>• Zurückfallen im KI-Wettlauf</li> <li>• Sandwich-Position im US-/China-Handels- und Technologiestreit</li> <li>• Verlust des sozialen Zusammenhalts / zunehmende Instabilität</li> </ul>	<p><b>Chancen</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Technologieführerschaft bei grüner Technologie</li> <li>• Von der vierten industriellen Revolution (IoT) profitieren</li> <li>• Schaffung eines digitalen EU-Binnenmarkts</li> <li>• Re-Globalisierung &amp; Stärkung der multilateralen, regelbasierten Ordnung</li> </ul>

Quelle: Deutsche Bank



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

hend erfolgreich angesehen werden – wenn auch nicht in vollem Umfang zielgenau. Darüber hinaus lassen sich Fortschritte beim beschleunigten Ausbau der erneuerbaren Energien, eine schrittweise Verwirklichung der „Zeitenwende“ und eine starke Dynamik in Bezug auf eine grüne Industriepolitik (z.B. Investitionszuschüsse für grüne Technologien als Teil der vor zwei Wochen vorgeschlagenen Steuerreform) feststellen (weitere Details zu den einzelnen Politikfeldern siehe unten). Die Reform der Altersvorsorge, die die Einführung einer kapitalgedeckten Pensionssäule mit einem Startkapital von EUR 10 Mrd. vorsieht, dürfte einer der wirtschaftspolitischen Meilensteine im Jahr 2024 sein.

Halbzeitbilanz der Ampelkoalition, ausgewählte Politikbereiche

2

Politikbereich	Maßnahmen	Status
<b>Außen- und Verteidigungspolitik</b>	Schaffung eines EUR 100 Mrd. Sondervermögens zur Finanzierung der Zeitenwende	✓ Bisher EUR 1,1 Mrd. abgerufen und ca. 1/3 des Fonds vertraglich gebunden; Mittel zum Erreichen des 2%-Natoziels langfristig nicht gesichert
	Erste Nationale Sicherheitsstrategie	✓ Vorgestellt am 14. Juni
	Deutsche China-Strategie	✓ Vorgestellt am 13. Juli
<b>Energie- und Klimapolitik</b>	Sicherung der Energieversorgung durch den Bau von LNG-Terminals mit dem neuen Deutschlandtempo	✓ Dazu gehören auch verlängerte Laufzeiten von Kohlekraftwerken und die Abschaltung der letzten Atommeiler im April
	Ausbau der erneuerbaren Energien: Beschleunigte Genehmigungsverfahren, Wind-an-Land-Gesetz	✓ Weitere Gesetzesvorhaben wie das Solarpaket I & II sind bereits als Entwurf veröffentlicht bzw. angekündigt
	Dekarbonisierung des Wärmesektors: Revidiertes Gebäudeenergiegesetz, kommunale Wärmeplanung, Energieeffizienzgesetz	→ Laufendes Gesetzgebungsverfahren, Abschluss im Herbst 2023 erwartet
	Neufassung des Klimaschutzgesetzes: Erhöhte Reduktionsziele und Abkehr von sektorspezifischen Zielen	→ Am 21. Juni vom Kabinett verabschiedet; parlamentarische Beratung beginnt nach der Sommerpause
<b>Haushalts- und Steuerpolitik</b>	EUR 200 Mrd. Abwehrschirm zur Senkung der Strom- und Gaspreise ("Doppel-Wumms")	✓ Am 29. September 2022 angekündigt
	Inflationsausgleichsgesetz zum Abfedern der kalten Progression bei der Einkommensteuer	✓ Am 10. November vom Bundestag beschlossen, seit 1. Januar 2023 in Kraft
	Wachstumschancengesetz: Zuschüsse für grüne Investitionen, ausgebaute steuerliche Forschungsförderung	→ Entwurf aktuell in der Ressortabstimmung zwischen den Ministerien
<b>Digitalisierung</b>	Breitbandausbau und digitale Infrastruktur	→ Fortlaufender Prozess: 61 der 100 Maßnahmen der Gigabitstrategie umgesetzt; Onlinezugangsgesetz 2.0 am 26. Mai vom Kabinett verabschiedet
<b>Arbeitsmarktpolitik</b>	Erhöhung des Mindestlohns auf 12 EUR/h (+22% gg. Vj.)	✓ Gilt seit dem 1. Oktober 2022; aktueller Vorschlag für weitere, etwas moderatere Erhöhungen für 2024/25
	Reform des Fachkräfteeinwanderungsgesetzes	✓ Vor der Sommerpause vom Bundestag und Bundesrat verabschiedet
<b>Sozialpolitik</b>	Einführung des Bürgergelds	✓ Am 25. November vom Bundestag/Bundesrat verabschiedet; in Kraft seit 1. Januar 2023
	Rentenreform: Stabilisierung des Rentenniveaus auf 48% und Einführung einer Aktienrente mit einem Kapital von EUR 10 Mrd.	✗ Gesetzesentwurf liegt noch nicht vor; die Grünen haben Fragen zur Konformität der Aktienrente mit der Schuldenbremse aufgeworfen. Eine Reform der private Altersvorsorge ist für 2024 geplant.
	Kindergrundsicherung	✗ Einführung in 2025 geplant, Kabinettsbeschluss im August erwartet
Status:	✓ verabschiedet	→ in Bearbeitung
		✗ anhängig

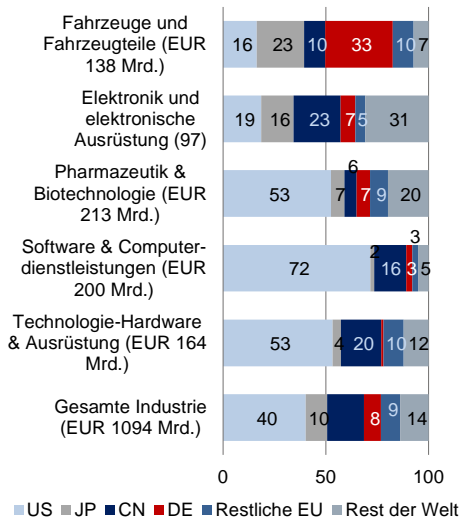
Quelle: Deutsche Bank, Medienberichte



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

Alles auf eine Karte: Deutsche F&E-Ausgaben konzentriert auf Automobilindustrie **3**

F&E-Investitionen der 2500 größten Unternehmen % der Summe innerhalb einer Branche

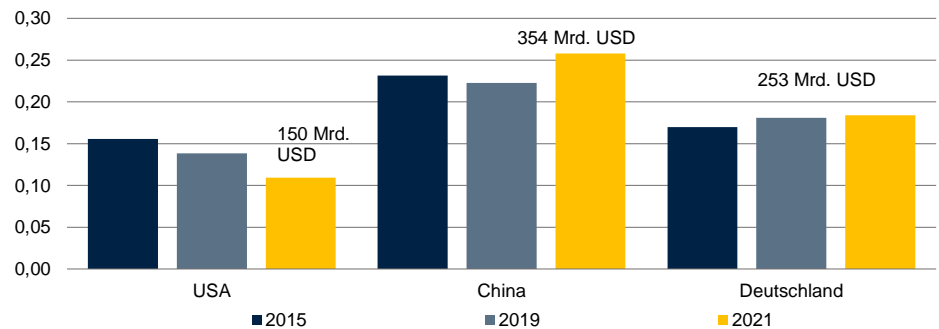


Quellen: Europäische Kommission, Europäischer Innovationsanzeiger 2022

Überarbeitung des Wachstumsmodells – wir werfen einen Blick auf unsere SWOT-Analyse aus dem Jahr 2021. Neben dem Monitoring des Fortschritts verschiedener Gesetzesvorhaben ist es ebenso wichtig, einen Blick aus der Vogelperspektive auf das deutsche Wirtschaftsmodell zu werfen. Im Jahr 2021 haben wir eine SWOT-Analyse<sup>30</sup> durchgeführt (siehe Grafik 1) und kamen zum Schluss, dass „die Hauptrisiken von einem global zunehmenden wirtschaftlichen Nationalismus und einem beschleunigten Green-Tech/AI-Wettlauf ausgehen“. Beides hat sich ziemlich schnell materialisiert. Während Deutschland immer noch einen Wettbewerbsvorteil bei der Herstellung grüner Technologien hat, gewinnt China rasch Marktanteile auf dem wachsenden Exportmarkt für grüne Produkte und hat im Jahr 2022 einen Anteil von 26% am grünen Weltmarkt<sup>31</sup> erreicht, gegenüber 18% für Deutschland (siehe Grafik 3). Daher gilt es, die „grüne Exportchampion-Strategie“ mit weiteren Wachstumsstrategien zu komplettieren (siehe auch CER, Juni 2023<sup>32</sup>). Damals im Jahr 2021 zählten zu unseren Kernpunkten für künftige Maßnahmen der Regierung und der Unternehmen eine angemessene Verteilung der F&E-Investitionen (nicht in erster Linie in die Automobilindustrie, siehe Grafik 4), die Nutzung der Potenziale von Industriedaten, eine beschleunigte Verbreitung sektorübergreifender Technologien wie KI, eine erfolgreiche Umschulung von Arbeitskräften in Verbindung mit einer gezielten Zuwanderung und Verbesserungen der (digitalen) Infrastruktur.<sup>33</sup> All diese Punkte sind nach wie vor valide, wenn auch nicht ganz einfach umzusetzen.

Wettbewerb um Marktanteile beim Export von grünen Produkten **4**

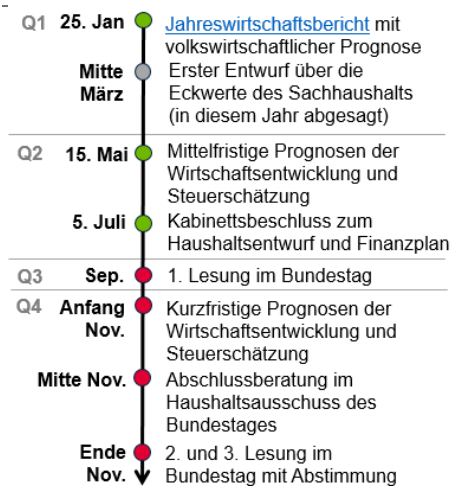
Marktanteil an weltweiten Exporten von Umweltgütern\*



\* 223 vom IWF klassifizierte Güter, die sowohl Güter in Verbindung mit Umweltschutz sind als auch umweltfreundlicher ausgestattete Güter von Produkten zur Abwasserreinigung bis hin zu erneuerbaren Energietechnologien.

Quellen: UN Comtrade, Deutsche Bank Research

Prozess zur Aufstellung des Bundeshaushalts **5**



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank

Haushaltentwurf 2024 – grundsätzliche Einigung auf einen restriktiveren fiskalischen Kurs. Die Ampelkoalition hat am 5. Juli ihren ersten nicht-expansiven Haushaltentwurf vorgelegt und somit diese wichtige Hürde genommen. Wie erwartet wurden die Ausgaben in einigen Resorts (z.B. Gesundheitsausgaben) stark gekürzt, während die Mittel im Verteidigungsetat leicht gestiegen sind (um EUR 1,7 Mrd. im Vergleich zum Vorjahr). Da das Haushaltsverfahren jedoch noch nicht abgeschlossen ist und der Haushalt 2024 erst im November vom Bundestag verabschiedet wird (siehe Grafik 5), könnte das Ringen um einige Ausgabenposten nach der Sommerpause erneut beginnen. Die Debatte über die Verwendung der eingebauten fiskalischen Puffer wurde bereits angestoßen,

<sup>30</sup> Es handelt sich dabei um ein strategisches Managementinstrument, das die Stärken, Schwächen, Chancen und Risiken von Unternehmensstrategien untersucht.

<sup>31</sup> Der IWF definiert eine Liste von 124 grünen Produkten, die von E-Autos bis zu Isolationsmaterial reichen.

<sup>32</sup> CER, Deutschland braucht ein neues Wachstumsmodell, 30. Juni 2023, CER, Europa kann US-amerikanischen und chinesischen Subventionen für grüne Technologien widerstehen, Juni 2023

<sup>33</sup> Focus Deutschland, 4. März 2021, Deutschland im nächsten Jahrzehnt: Ambitionen und Potenziale.



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

als Finanzminister Lindner am 12. Juli einen Steuerreformvorschlag<sup>34</sup> vorlegte, der eine jährliche Entlastung von rund EUR 6 Mrd. für Unternehmen vorsieht (siehe Tabelle im Referentenentwurf für Kostenschätzung für Bund vs. Länder).

**Ungebrochene Dynamik bei grüner Industriepolitik.** Die deutsche Antwort auf den US-amerikanischen Inflation Reduction Act besteht aus einer Mischung aus Subventionen und Steueranreizen.

- **EUR 50 Mrd. für Klimaschutzverträge (CCfD), um die Dekarbonisierung der Industrie in den nächsten fünfzehn Jahren zu unterstützen.** Seit dem 5. Juni können Unternehmen ihr verbindliches Interesse an einem Klimaschutzvertrag (CCfD) bekunden.<sup>35</sup> Dabei handelt es sich um ein Subventionsinstrument auf der Grundlage eines vertraglich festgelegten CO<sub>2</sub>-Strikepreises (der zwischen der Regierung und dem Unternehmen vereinbart wird), das darauf abzielt, kohlenstoffarme Technologien wettbewerbsfähig zu machen. Es wird erwartet, dass die ersten CCfDs bis Ende des Jahres in einem Auktionsausschreibungsverfahren für einen Zeitraum von 15 Jahren vergeben und über den außerbudgetären Klima- und Transformationsfonds finanziert werden. Deutschland plant, rund EUR 50 Mrd. für dieses Subventionsinstrument zur Verfügung zu stellen.<sup>36</sup> Neben Deutschland werden CCfDs auch von den Niederlanden angeboten und sind dort als „Stimulation of Sustainable Energy Production and Climate Transition“ (SDE++) bekannt.<sup>37</sup>
- **Deutschland will die gelockerten EU-Beihilfavorschriften nutzen, um die heimische Produktion von Solar- und Windtechnologien anzukurbeln.** Bis zum 15. August können Hersteller von Solarmodulen ihr Interesse an einer staatlichen Förderung bekunden.<sup>38</sup> Damit nutzt Deutschland offenbar die von der EU-Kommission bereits im März angekündigten vorübergehenden und gezielten Lockerungen der EU-Beihilferegeln. Die gelockerten Regeln erlauben es den Mitgliedstaaten, einen Teil der Investitionskosten in Produktionskapazitäten für nachhaltige Technologien (Batterien, Solarzellen, Wärmepumpen, Windturbinen, Elektrolyseure, Technologien zur Kohlenstoffabscheidung und Recyclingkapazitäten für kritische Rohstoffe) zu subventionieren. Der Höchstbetrag der Beihilfe ist auf EUR 150 Mio. für ein einzelnes Unternehmen in strukturstarken Regionen und auf bis zu EUR 350 Mio. pro gefördertem Unternehmen in strukturschwachen Regionen festgelegt (siehe [Fördermatrix](#)).
- **Drittens hat FinMin Lindner am 12. Juli seinen lang erwarteten Steuerreformvorschlag** vorgestellt. Er beinhaltet Investitionszuschüsse für grüne Technologien und Energieeffizienzmaßnahmen, insbesondere in Form einer Zulage in Höhe von 15% der Investitionssumme oder maximal EUR 30 Mio. Weitere Maßnahmen sind (i) verstärkte steuerliche Anreize für Forschungstätigkeiten mit einer Verdreifachung des maximalen Abzugsbetrags auf EUR 12 Mio., (ii) die Beibehaltung und Ausweitung der Regeln für den Verlustvortrag aus der Pandemie, (iii) Vereinfachungen für kleinere Unternehmen und schnellere Abschreibung von Kleininvestitionen unter EUR 5.000 sowie (iv) einige Maßnahmen für eine faire Besteuerung, d.h. eine Meldepflicht für bestimmte inländische Steueroptimierungsprogramme. Der Vorschlag dürfte frühestens Mitte August vom Kabinett gebilligt werden, um dann in das formale Gesetzgebungsverfahren einzutreten – zumindest über Teile der Steuerreform (z.B. grüne Investitionszulagen) scheint weitgehender Konsens in der Regierung zu bestehen.

<sup>34</sup> Siehe [Referentenentwurf](#) vom 14. Juli.

<sup>35</sup> [BMWK - Vorbereitendes Verfahren des Förderprogramms Klimaschutzverträge](#)

<sup>36</sup> [Berlin lanciert 50 Milliarden Euro schwere „Klimaverträge“ für die Industrie - EURACTIV.de](#)

<sup>37</sup> [Merkmale SDE++ | RVO.nl](#)

<sup>38</sup> <https://www.iwr.de/news/habeck-plant-aufbau-einer-deutschen-solarindustrie-interessensbekundung-fuer-foerderung-laeuft-news38349>

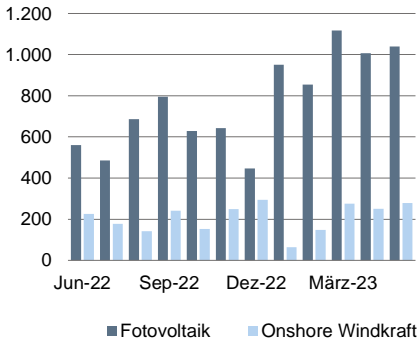


„Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

Beschleunigter Zubau bei Fotovoltaik

6

Brutto-Zubau von erneuerbaren Energien im deutschen Stromsektor, MW

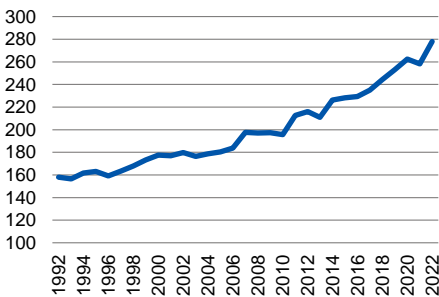


Quelle: Bundesnetzagentur

Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Energieeffizienz im Jahr 2022

7

Reales BIP in EUR/GJ

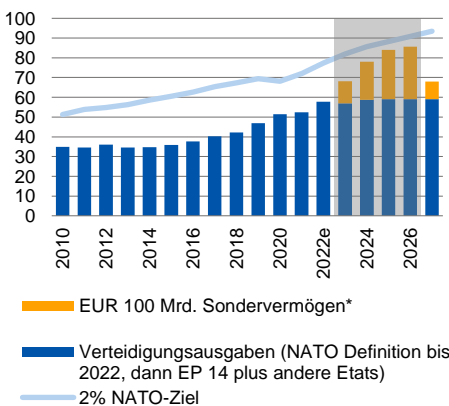


Quellen: AG Energiebilanzen, Deutsche Bank

Deutschland droht langfristig das NATO-Ziel zu verfehlen

8

Verteidigungsausgaben, Mrd. EUR



\* Hypothetische Aufteilung des Sondervermögens ohne Zinskosten ab 2025

Quellen: NATO, Bundesfinanzministerium, Eurostat, Deutsche Bank Research

**Energiepolitik – Fortschritte beim Ausbau der erneuerbaren Energien und bei der Steigerung der Energieeffizienz.** Es besteht kein unmittelbares Risiko von Engpässen bei der Gas-/Energieversorgung mehr und dieses wird auch in der zweiten Hälfte dieses Jahres voraussichtlich nicht wieder auftreten (siehe unseren Energy Transition Monitor vom 9. Juli). Daher konzentrieren sich die (wirtschafts-)politischen Maßnahmen auf nationaler und EU-Ebene auf den Ausbau der erneuerbaren Energien und die weitere Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Energieeffizienz, um die Energiewende zu beschleunigen. Während sich einige Maßnahmen unmittelbar auf die inländischen Energiekapazitäten auswirken (Erschließung neuer Standorte für Solar- und Windenergie, Beseitigung gesetzlicher Hürden, Erleichterung der Zuwanderung von Arbeitskräften), werden andere erst mittelfristig Wirkung zeigen (z.B. PPAs, d.h. Abnahmevereinbarungen zwischen Unternehmen, die zum Bau neuer Offshore-Windparks führen oder staatliche Beihilfen zur Förderung der inländischen Produktion von Solar- und Windtechnologien). Der Ausbau der Photovoltaik gewinnt bereits an Fahrt (siehe Grafik 6). Deutschland ist auf gutem Weg, sein diesjähriges Ausbauziel von 9 GW-Kapazität zu erreichen, wobei in den ersten fünf Monaten bereits 5 GW hinzugekommen sind. Neue Gesetze zur weiteren Erleichterung des Ausbaus (z.B. Solarpaket II) dürften die Dynamik noch verstärken. Vorläufige Daten zur Energieeffizienz der deutschen Wirtschaft haben gezeigt, dass die Gesamtenergieproduktivität im Jahr 2022 um 7,7% gegenüber dem Vorjahr gestiegen ist, was weit über dem historischen Durchschnitt von 2,2% für den Zeitraum 1990-2022 liegt (siehe Grafik 7), aber auch teilweise auf die preisinduzierte Nachfragereduktion der privaten Haushalte zurückzuführen ist. Ausgehend von den Q1-Daten für die Primärenergienachfrage (-7% gg. Vj.) dürfte die Gesamtenergieeffizienz auch in diesem Jahr überdurchschnittlich steigen.

**Zeitenwende for real – Deutschland hat am 14. Juni seine allererste Nationale Sicherheitsstrategie vorgestellt.** Die neue deutsche Strategie enthält erwartungsgemäß ein Bekenntnis zum NATO-Verteidigungsausgabenziel von 2% des BIP, das allerdings nur schrittweise umgesetzt werden soll (siehe Grafik 8). Darüber hinaus zeigt sie, dass die nationale Verteidigungs- und Sicherheitspolitik in Zukunft eine wichtigere Rolle in der deutschen Politik spielen wird. Allerdings wird angesichts ministerieller Unstimmigkeiten kein Nationaler Sicherheitsrat für eine schnellere Entscheidungsfindung eingerichtet. Die von Kanzler Scholz am 27. Februar 2022 ausgerufene „Zeitenwende“ in Deutschland vollzieht sich nur schrittweise. Zum Vergleich: Die Nationale Sicherheitsstrategie der USA ist ein seit 1986 gesetzlich vorgeschriebener Bericht.

**Die lang erwartete deutsche China-Strategie bleibt recht vage – und überlässt das De-Risking vorrangig den Unternehmen.** Die Strategie zielt darauf ab, das Risikomanagement von der Einzelunternehmensebene auch auf die nationalstaatliche Ebene zu heben. Jedoch bleibt sie in Bezug auf die Instrumente, mit denen dies erreicht werden soll, recht vage. Die Strategie wurde nach den deutsch-chinesischen Regierungskonsultationen am 20. Juni verabschiedet und folgt der Haltung von Olaf Scholz, der betont, dass es beim De-Risking vorrangig um Unternehmensentscheidungen geht.<sup>39</sup> Wie erwartet beinhaltet die Strategie (i) Empfehlungen (aber keine Reporting- oder Stresstest-Anforderungen) für mehr Transparenz in Bezug auf das China-Geschäft deutscher Unternehmen, um Klumpen-/Bailout-Risiken zu minimieren, (ii) Obergrenzen für Investitions Garantien von EUR 3 Mrd. pro Land und Unternehmen, (iii) die Zusage, das Handels- und Investitionsschutzinstrumentarium auf EU-Ebene weiter auszubauen (z.B. das neue Instrument gegen Zwangsmaßnahmen), (iv) der Aufbau neuer Handels- und Investitionsbeziehungen mit regionalen Mächten in Asien und Lateinamerika (z.B. Mercosur) und (v) die Förderung von Vorzeigeprojekten im Rahmen der Global Gateway Initiative der EU. Wie wir schon im Januar geschrieben haben, bleibt das De-Risking ein langfristiger Balanceakt für ein Land

<sup>39</sup> Reuters, Companies rather than countries must de-risk relations, Scholz says, June 30<sup>th</sup>, 2023

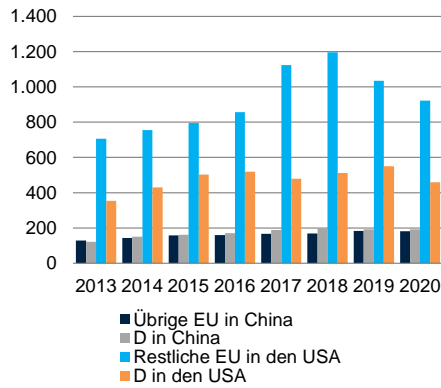


## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

DE Auslandsunternehmenseinheiten aktiver in den USA als in China

9

Umsatz (Industrie, Bau & Dienstleistungen), Mrd. EUR



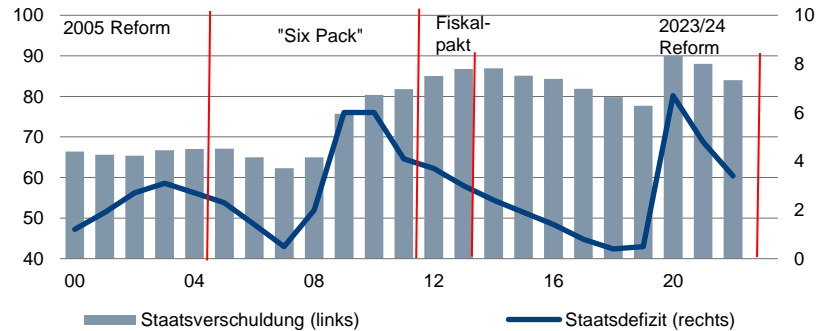
Quellen: Eurostat (FATS), Deutsche Bank

mit einem exportorientierten Wachstumsmodell (Grafik 9). Die Frage, inwieweit Deutschland bereit ist, einen kurzfristigen wirtschaftlichen Preis für langfristige nationale Sicherheitsgewinne zu zahlen, bleibt weitgehend der Summe der Entscheidungen deutscher Unternehmen überlassen (siehe auch unseren [Focus Germany](#) über die sich entwickelnden Beziehungen zu China).

Entwicklung der EU-Fiskalregeln

10

EU-27 Staatsverschuldung, in % des BIP (links)  
Staatsdefizit, in % des BIP (rechts)



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

**EU-Stabilitätspakt: Möglicher Kompromiss zwischen Berlin und Brüssel erst im Oktober?** Im Juni schrieben Deutschland und 10 weitere EU-Länder in einem gemeinsamen Positionspapier<sup>40</sup>, dass „quantitative Kriterien, die für alle Mitgliedstaaten gelten, helfen, indem sie klare Mindestanforderungen formulieren, die eine Konsolidierung ermöglichen und das Wachstum unterstützen.“ In einem technischen [Non-Paper](#) hatte Deutschland bereits im April die Notwendigkeit betont, mechanistische Mindestvorgaben für die Reduktion der öffentlichen Verschuldung (u.a. Reduktion des Schuldenstands von 1% des BIP pro Jahr für hoch verschuldete Länder – sogenannte „common quantitative benchmarks“) in den länderspezifischen Schuldenabbauplänen beizubehalten und eine Revisionsklausel einzuführen. Die EU-Kommission hatte in ihrem [Legislativvorschlag vom April](#), der eine Mischung aus dem alten regelbasierten und dem neuen, auf Schuldentragfähigkeit basierenden Ansatz darstellt, teilweise Zugeständnisse an Deutschland gemacht. Obwohl sich Finanzminister Lindner in seinem Meinungsbeitrag für die FT<sup>41</sup> klar gegen länderspezifische Schuldenabbaupläne aussprach und seine Position nun im Juni<sup>42</sup> bekräftigte, dürften die finanzpolitischen Vorbehalte teilweise durch innenpolitische Erwägungen in Deutschland bedingt sein. Eine Reihe von Wahlniederlagen der FDP bei Landtagswahlen dürfte dazu beitragen, dass Finanzminister Lindner sein Profil als „freundlicher Falke in der EU-Haushaltsdebatte“ weiter schärfen wird. Ein möglicher Kompromiss auf EU-Ebene könnte nach den Landtagswahlen im Oktober in Hessen und Bayern gefunden werden, obwohl die vorgezogenen Wahlen in Spanien und den Niederlanden die Kompromissfindung weiter erschweren könnten. Da auch Deutschland kein Interesse daran haben dürfte, dass die alten Fiskalregeln 2024 wieder in vollem Umfang in Kraft gesetzt werden, besteht Spielraum für einen politischen Kompromiss (z.B. eine modifizierte Form mechanistischer Schuldenreduzierungsanforderungen), und das gesamte Gesetzgebungsverfahren könnte Anfang nächsten Jahres abgeschlossen werden (siehe unseren [Europe Blog](#) vom April; Grafik 10).

<sup>40</sup> [Bundesministerium der Finanzen – Stellungnahme von Bundesfinanzminister Christian Lindner und anderen europäischen Finanzministern zur Reform der europäischen Fiskalregeln \(bundesfinanzministerium.de\)](#)

<sup>41</sup> Christian Lindner, Wir müssen die Steuervorschriften stärken, nicht verwässern, FT, 25. April

<sup>42</sup> [FT, Deutschland warnt vor Stillstand bei EU-Finanzreformen, 9. Juni 2023](#)



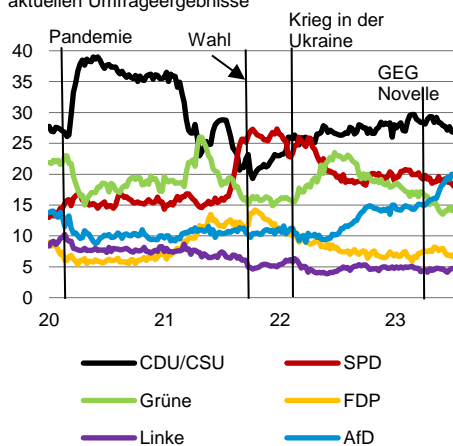
## Update zur Stabilität der Koalition

**Beliebtheitswerte der Regierung erreichen einen neuen Tiefstand – dreht die öffentliche Wahrnehmung über die Sommermonate?** Die Beliebtheitswerte der Regierung sind in den letzten Wochen erneut gesunken und erreichten in der ersten Julihälfte einen neuen Tiefstand von 39% (siehe Grafik 11). Die hartnäckige Inflation, die sich verschlechternden Wirtschaftsaussichten, die anhaltenden Koalitionsstreitigkeiten und die als hastig wahrgenommenen Gesetzgebungsverfahren (insbesondere in Bezug auf das heftig debattierte Gebäudeenergiegesetz) haben zu sinkenden Beliebtheitswerten der Regierung beigetragen.

Ampelkoalition verfehlt in den Umfragen die Mehrheit

11

% der Stimmen, wöchentlicher Durchschnitt der aktuellen Umfrageergebnisse\*



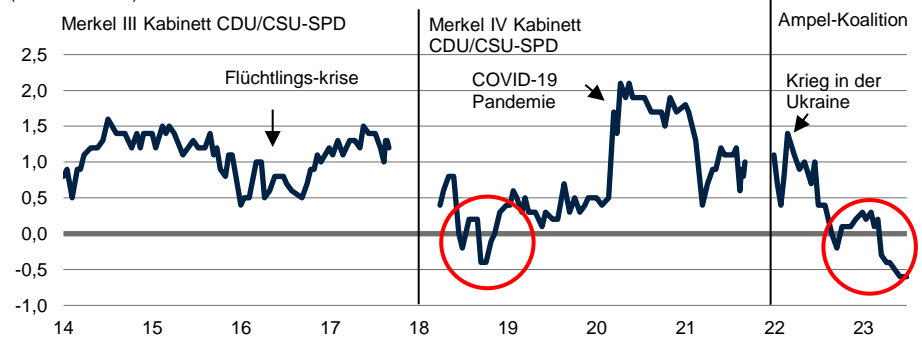
\* Umfragen der führenden Meinungsforschungsinstitute (Allensbach, Kantar, Forsa, FG Wahlen, Infratest, INSA).

Quellen: Wahlrecht.de, Deutsche Bank Research

Geringe Zufriedenheit mit der Regierung in den ersten Jahren einer Legislaturperiode ist nicht außergewöhnlich

12

Zufriedenheit mit der Bundesregierung, Skala von -5 (sehr unzufrieden) bis 5 (sehr zufrieden)



Quellen: FG Wahlen Politbarometer, Deutsche Bank

Relativ niedrige Beliebtheitswerte im zweiten Jahr einer Legislaturperiode sind jedoch nichts Ungewöhnliches (die aktuellen niedrigen Werte entsprechen den Zustimmungsraten der Vorgängerregierung von 39% im Juni 2019). Regierungen neigen dazu, potenziell unpopuläre politische Maßnahmen vorzuziehen, um die Wähler gegen Ende des Wahlzyklus wieder für sich zu gewinnen (siehe Grafik 12 und [Ausblick Deutschland](#), 29. Mai). Allerdings dürfte es für die Ampelkoalition nicht allzu einfach sein, enttäuschte Wähler zurückzugewinnen, da der Haushaltsentwurf für 2024 Ausgabenkürzungen und eine Neupriorisierung der Ausgaben (z.B. zugunsten des Verteidigungsetats) vorsieht.

**Rechtspopulismus im Aufwind – ein gesamteuropäisches Phänomen.** Die wachsende Unzufriedenheit mit der derzeitigen Regierung hat in erster Linie der AfD genutzt, deren Umfragewerte auf ein neues Allzeithoch von 20,6%<sup>43</sup> geklettert sind, und nicht der CDU/CSU als stärkster Oppositionspartei. Dies hat eine Diskussion über die Gründe des Anstiegs der Umfragewerte, die mögliche Dauer des Umfragehochs und dessen Auswirkungen auf den künftigen wirtschaftspolitischen Kurs angestoßen. Zur Beantwortung dieser Fragen ziehen wir ein Modell heran, das Politikwissenschaftler zur Erklärung von Wahlentscheidungen verwenden, den sogenannten „Kausaltrichter“ (Grafik 13 Trichter der Kausalität).

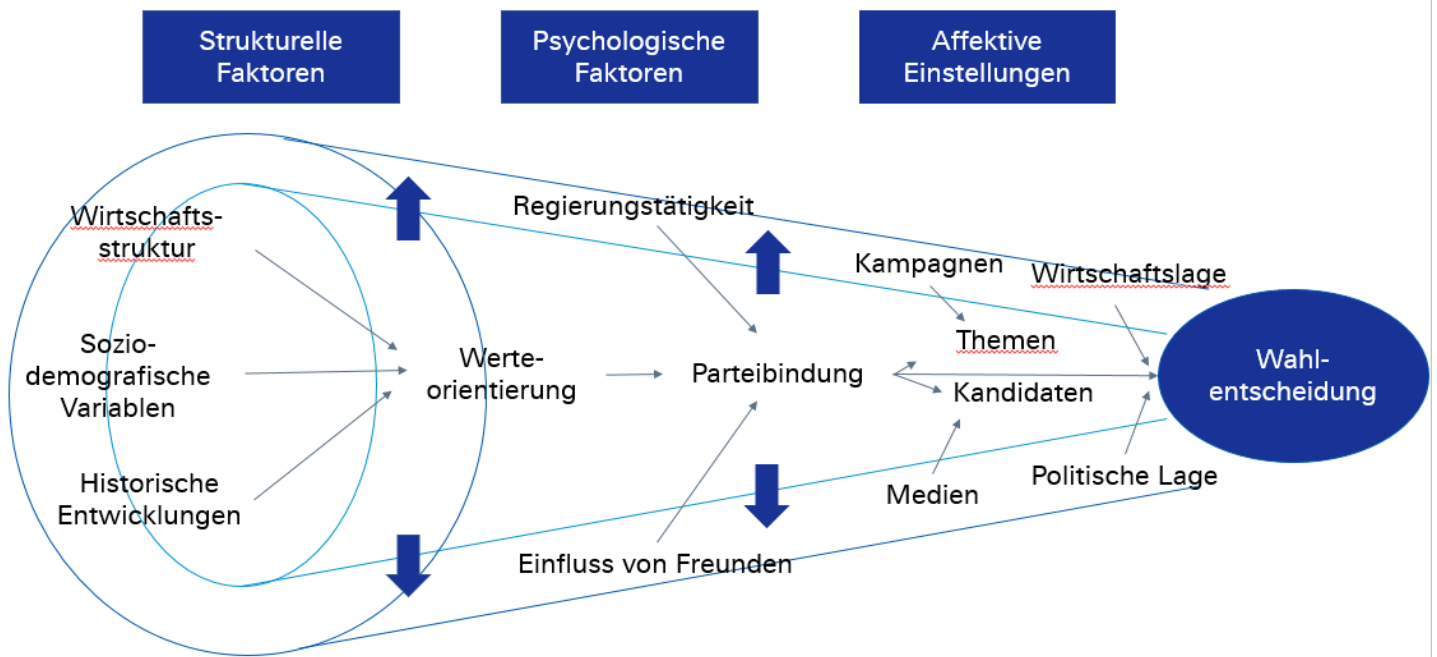
<sup>43</sup> Bisheriges Allzeithoch im Umfragemittel von 16,5% im September 2018



„Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

Kausaltrichter mit Faktoren, welche die Wahlentscheidung beeinflussen

13

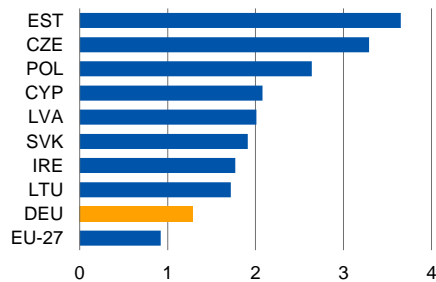


Quellen: Milic et al. (2014). Handbuch der Abstimmungsforschung, Deutsche Bank

Viele ukrainische Flüchtlinge in Mittel- und Osteuropa

14

Registrierte Flüchtlinge, in % der Gesamtbevölkerung, Juni 2023

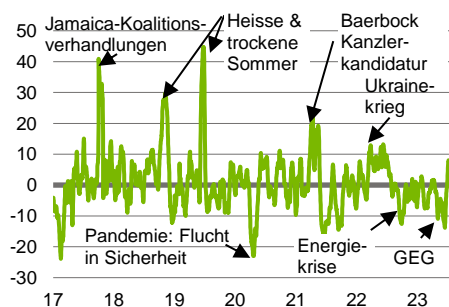


Quellen: UNHCR, Deutsche Bank

Mean Reversion bei den Zustimmungswerten der Grünen

15

Zustimmungswerte, % gg. Vm. (7 Tage gleitender Durchschnitt)



Quellen: Wahlrecht.de, Deutsche Bank

Dieses Modell hilft dabei, längerfristige Erklärungsvariablen für Wählerpräferenzen wie soziale Herkunft und Wirtschaftsstruktur von kurzfristigen Einflussfaktoren wie z.B. der aktuellen Wirtschaftslage, politischen Skandalen, Naturkatastrophen und Medienkampagnen zu trennen.

- i. Welche Treiber stecken hinter dem jüngsten Anstieg? Im Jahr 2021 haben wir die Ursachen für kurzfristige Schwankungen der Wählerpräferenzen auf der Basis von historischen Ausschlägen in vier Hauptkategorien eingeteilt: (i) Naturkatastrophen, (ii) personelle Veränderungen in politischen Schlüsselpositionen, (iii) politische Skandale und (iv) Enttäuschung über den aktuellen politischen Kurs (siehe Focus Germany, 4<sup>th</sup> Mai 2021). Der vierte Treiber scheint momentan ausschlaggebend zu sein, denn 67% der AfD-Wähler geben an, dass Unzufriedenheit mit den anderen Parteien und nicht Überzeugung vom Angebot der AfD selbst der Hauptgrund für ihre Wahlentscheidung ist.<sup>44</sup> Die Kombination aus Unzufriedenheit mit den (wirtschafts-) politischen Antworten der etablierten Parteien und einer wachsenden Frustration über die Migration (siehe Grafik 14) hat zu den steigenden Zustimmungsraten für die AfD beigetragen. Ein Blick auf historische Episoden von Schwankungen von Wählerpräferenzen zeigt, dass die Zustimmungsraten in den meisten Fällen dazu neigen, sich nach ein paar Wochen (teilweise) wieder dem historischen Mittelwert anzunähern (siehe Abbildung 15).

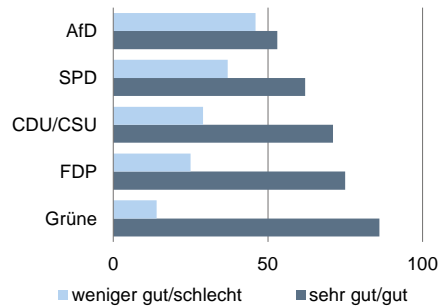
<sup>44</sup> ARD DeutschlandTrend Juni 2023



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

### AfD-Wähler bewerten ihre eigene wirtschaftliche Lage als eher schlecht 16

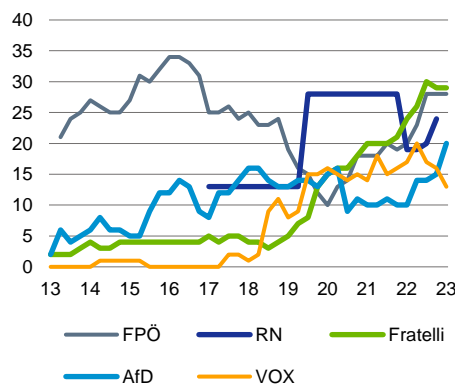
Einschätzung der eigenen wirtschaftlichen Lage, in %



Quelle: ARD DeutschlandTrend, Juni 2023

### Normalisierungsstrategien von rechtspopulistischen Parteien\* in der EU 17

Zustimmungswerte, in %

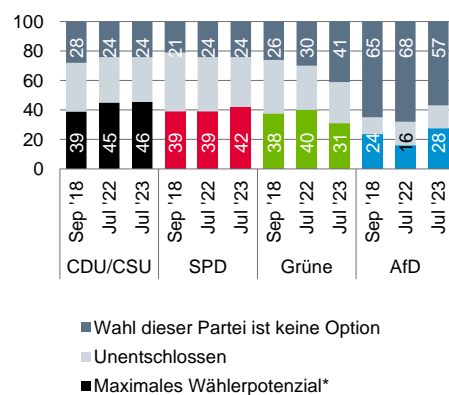


\* Gemäss Definition von PopuList 2.0

Quellen: Politico Polls of Polls, Deutsche Bank

### Bewegung bei trägen Indikatoren deutet auf strukturelle Veränderung hin 18

% der Stimmen



Wähler, die der Partei die Stimme geben oder dies in Betracht ziehen

Quellen: INSA, Deutsche Bank

ii. **Stecken auch strukturelle Veränderungen hinter dem jüngsten Anstieg?** Abgesehen von kurzfristigen Schwankungen der Wählerpräferenzen gilt es jedoch auch mögliche strukturelle Treiber für eine Verschiebung der Wählerpräferenzen zu beleuchten. Dabei handelt es sich um (i) eine mögliche anhaltende Veränderungsmüdigkeit in einem Zeitalter der Polykrisen sowie grüner und digitaler Transformation und (ii) die sogenannte Normalisierungsstrategie rechtspopulistischer Parteien. Die Mehrfachkrisen der letzten Jahre haben ein Gefühl des Kontrollverlusts<sup>45</sup> und Angst vor wirtschaftlichem und sozialem Abstieg (siehe Grafik 16 Wirtschaftslage) ausgelöst und eine Anti-Establishment-Stimmung befeuert. In jüngsten Studien wird betont, dass „AfD-Wähler im Vergleich zu den anderen Wählern zum einen ein wesentlich höheres Unzufriedenheitsniveau, zum anderen eine gewisse Neigung zu rechtsextremen Überzeugungen aufweisen, insbesondere eine einwanderungskritische und Anti-Establishment-Haltung“.<sup>46</sup> Darüber hinaus haben neuere Untersuchungen ergeben, dass eine „bürgerlich-nationalistische Normalisierungsstrategie“ zum Erfolg der Rechtsparteien in Österreich, Frankreich und Deutschland beigetragen hat. Rechtspopulistischen Parteien ist es gelungen, über ihre Stammwählerschaft hinaus Wähler anzuziehen (darunter viele Nichtwähler), indem sie deren Sorgen über die möglichen wirtschaftlichen Auswirkungen der Einwanderung ansprachen<sup>47</sup> (siehe Grafik 17 zur EU). Diese Normalisierung manifestiert sich in Verschiebungen bei an sich „trägen“ (also sich nur langsam verändernden) Indikatoren wie dem Wählerpotenzial von Parteien. In Deutschland ist der Anteil der Wähler, die eine Stimmabgabe für die AfD ausschließen, von 70% im Jahr 2021 auf 57% derzeit geschrumpft (Grafik 18: träge Indikatoren).

iii. **Was sind die möglichen Auswirkungen auf den künftigen wirtschaftspolitischen Kurs der Regierung?** Alles in allem gehen wir davon aus, dass die Regierung ihre Reformagenda nach der Sommerpause weiter umsetzen wird, wenn auch möglicherweise mit etwas mehr Pragmatismus. Alle drei Regierungsparteien haben noch etwa zwölf Monate Zeit, um ihre gemeinsame Reformagenda voranzutreiben, bevor im September 2024 die individuelle Positionierung für den nächsten Wahlkampf beginnt. Ein Wiederaufflammen der Diskussion um noch nicht endgültig beschlossene oder noch im Gesetzgebungsprozess befindliche Vorhaben (z.B. das kontrovers diskutierte Gebäudeenergiegesetz und die Kindergrundsicherung) könnten die Zustimmungsraten der Koalition weiterhin belasten.

iv. **Welche Auswirkungen hat dies auf die künftige Koalitionsbildung auf Bundesebene?** Der sogenannte Cordon sanitaire verhindert, dass die AfD Regierungsverantwortung auf Bundes- oder Landesebene übernimmt, da alle etablierten Parteien jede Form der Zusammenarbeit auf Landes- oder Bundesebene ausschließen. Für die bevorstehenden Landtagswahlen in Bayern und Hessen im Oktober deuten die Umfragen nicht auf einen großen Anstieg der AfD-Zustimmungsraten hin. In beiden Bundesländern liegen die Unionsparteien in den Umfragen vorn (Grafik 19). Im Jahr 2024 stehen jedoch in drei ostdeutschen Bundesländern (Brandenburg, Thüringen, Sachsen) Landtagswahlen an. Da die AfD dort derzeit in den Umfragen führt, dürfte dies wahrscheinlich zu mehr Mehrparteienkoalitionen (ohne AfD) und möglicherweise sogar Minderheitsregierungen führen.

<sup>45</sup> In einer aktuellen Umfrage von Allensbach (FAZ, 28<sup>th</sup> Juni 2023) sind 52% der Befragten der Meinung, dass sie "keinen Einfluss darauf haben, was hier vor Ort passiert" - ein Anstieg gegenüber 30% im Jahr 2021.

<sup>46</sup> Bundeszentrale für politische Bildung (BpB) (2022). Wahlergebnisse und Wählerschaft der AfD.

<sup>47</sup> Friedrich Ebert Stiftung (FES) (2022). Rechtspopulismus verstehen und was dagegen tun.

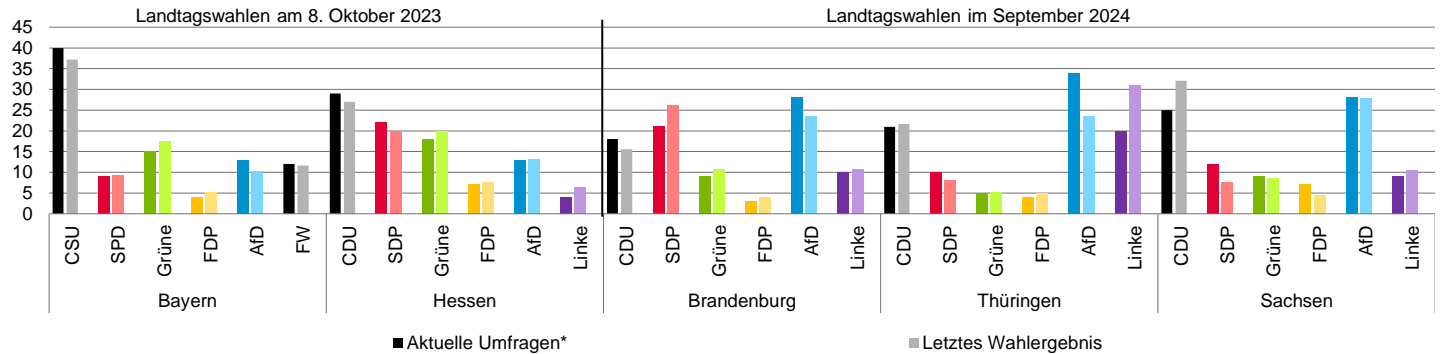


„Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

CDU/CSU führt in den Umfragen für Bayern und Hessen, AfD liegt in ostdeutschen Bundesländern vorne

19

% der Stimmen



\* 16. Juni und 4./5. Juli

Quellen: Wahlrecht.de, Deutsche Bank

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

\*Wir möchten Madeleine Grözinger für ihren wertvollen Beitrag danken.



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
28.07.2023	10:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Schnellmeldung	Q2 2023	0,2	-0,3
28.07.2023	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj.)	Juli	6,1	6,4
28.07.2023	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vm.)	Juli	0,2	0,3
31.07.2023	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Juni	0,8	1,6
01.08.2023	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Juli	5,7	5,7
03.08.2023	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Juni	1,5	0,3
03.08.2023	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Juni	0,5	2,1
03.08.2023	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Juni	16,3	14,6
04.08.2023	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Juni	-3,0	6,4
07.08.2023	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Juni	0,5	0,2
08.08.2023	8:00	VPI ohne Energie und Nahrungsmittel (% gg. Vj.)	Juli	5,4	5,8
08.08.2023	8:00	VPI ohne Energie und Nahrungsmittel (% gg. Vm.)	Juli	0,2	0,4
23.08.2023	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	August	40,0	38,8
23.08.2023	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	August	52,5	52,0
25.08.2023	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Tiefer gegliederte Ergebnisse	Q2 2023	0,2	-0,3
25.08.2023	10:00	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	August	88,0	87,3

\*ft. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt, Bundesagentur für Arbeit, ifo, S&P, HCOB

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



„Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

Deutschland: Datenmonitor

	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Jan 2023	Feb 2023	Mrz 2023	Apr 2023	Mai 2023	Jun 2023
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	92,3	87,7	86,8	91,5	91,2	90,1	91,1	93,2	93,5	91,5	88,5
ifo Geschäftserwartungen	86,2	79,3	80,1	88,4	87,9	86,1	88,2	91,0	91,9	88,3	83,6
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	93,9	89,6	88,7	94,6	92,9	93,0	94,2	96,7	96,5	93,3	88,9
Produktion (% gg. Vp.)	-0,5	0,7	0,1	1,7		2,3	1,7	-1,9	0,4	0,2	
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-6,4	-0,5	-3,3	0,0		0,5	4,5	-10,9	0,2	6,4	
Grad der Kapazitätsauslastung	84,9	85,0	84,9	84,6	84,2						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	-2,9	-1,1	-0,8	3,6		10,0	2,4	-3,2	1,2	1,1	
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-12,7	-2,6	-1,0	-4,0		-5,8	4,0	0,6	-1,3		
ifo Bauhauptgewerbe	94,3	92,6	90,2	91,8	92,1	90,8	91,9	92,6	93,0	92,1	91,3
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	-19,0	-26,2	-25,1	-17,4	-13,3	-19,2	-15,8	-17,1	-13,2	-13,0	-13,7
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-2,8	-0,8	-2,0	-1,0		0,4	-0,1	-0,9	0,7	0,4	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-16,7	0,5	29,6	6,5	19,3	-2,6	2,8	16,6	12,6	19,2	24,8
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-8,6	1,7	-5,3	1,6		4,9	4,3	-13,2	-0,8	6,4	
Exporte (% gg. Vp.)	6,2	2,1	-0,4	-0,6		2,8	4,1	-5,7	1,0	0,3	
Importe (% gg. Vp.)	9,8	3,1	-5,5	-4,8		0,3	3,7	-5,6	-0,1	2,1	
Nettoexporte (EUR Mrd.)	13,8	10,4	30,6	46,0		15,0	16,0	15,1	16,5	14,6	
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	5,1	5,4	5,5	5,5	5,6	5,5	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	1,0	146,0	37,7	8,7	58,7	-5,0	9,0	20,0	25,0	12,0	28,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,5	1,1	1,0	1,0		1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	
ifo Beschäftigungsbarometer	103,2	100,5	99,0	99,8	98,9	100,1	99,4	99,8	100,1	98,2	98,4
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	8,2	9,4	10,8	8,8	6,9	9,2	9,3	7,8	7,6	6,3	6,8
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	3,7	3,8	5,2	5,5	5,6	5,1	5,4	5,9	5,6	5,1	6,1
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)											
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	23,5	12,4	1,9	-15,0	-23,5	-8,3	-11,9	-23,4	-24,9	-25,1	-20,2
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	111,7	98,7	89,6	84,2	78,6	88,4	84,8	79,7	84,1	76,4	75,5
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	56,7	53,3	42,9	26,3	21,5	27,6	24,0	27,3	23,8	22,8	17,9
EC Unternehmensumfrage	67,2	56,0	49,4	26,3	9,9	35,5	24,4	18,9	14,6	8,9	6,1
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	3,4	2,6	4,9	6,1							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	3,5	2,8	3,8	5,1							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	4,6	1,8	5,8	5,0							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	5,5	6,8	5,1	3,0		4,2	3,5	3,0	3,1	2,8	
Trend von M3*						5,1	4,3	3,6	3,2	3,0	
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	6,6	8,2	6,8	5,5		6,4	6,1	5,5	5,0	0,0	
Kredite an öffentliche Haushalte	13,6	18,5	7,3	-7,1		-3,6	-5,3	-7,1	-7,7	-6,0	

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

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



## „Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	5,375	-0,10	3,75	5,00					6,75	14,39	7,00
Sep 23	5,375	-0,10	3,75	5,50					6,50	12,00	7,00
Dez 23	5,375	-0,10	3,75	5,75					5,75	9,00	6,50
Mrz 24	4,875	-0,10	3,75	5,75					5,00	7,50	5,50

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	5,63	0,00									
Sep 23	5,40	0,00									
Dez 23	4,75	0,00									
Mrz 24		0,00									

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	3,86	0,45	2,48	4,28							
Sep 23	3,70	0,45	2,60	4,00							
Dez 23	3,35	0,45	2,60	4,00							
Mrz 24	3,45	0,50	2,50	4,00							

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,11	140,06	0,86	1,29	0,95	11,56		11,21	4,43	383,73	24,03
Sep 23	1,10	140,00	0,85	1,29	0,97	11,76		11,45			
Dez 23	1,15	135,00	0,88	1,31	0,95	12,00		11,70	4,55	390,00	24,00
Mrz 24											

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

© Copyright 2023. 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