



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

13. Dezember 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
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis

| | Seite |
|--|-------|
| Prognosen..... | 2 |
| Das Jahr der Ernüchterung?..... | 3 |
| Endlich wieder ein Wachstumsschub vom privaten Verbrauch zu erwarten..... | 10 |
| Sparquote der deutschen Haushalte: Kurz- und langfristige Aussichten. | 11 |
| Schwache Konjunktur und strukturelle Hemmnisse bremsen den Arbeitsmarkt..... | 13 |
| Verbraucherpreise: Die disinflationären Kräfte dürften zu einem erheblichen Rückgang der Inflation führen..... | 17 |
| EZB: Früher, schneller, weiter, Kühner..... | 23 |
| Neuorientierung des Handels: Wo liegen die zukünftigen Exportmärkte? | 24 |
| Öffentliche Finanzen: Deutlich restriktiverer finanzpolitischer Kurs für das Jahr 2024 erwartet | 28 |
| Der Weg aus der Haushaltskrise und wie er die Politik im Jahr 2024 prägt | 34 |
| Deutsche Industrie: Realitätscheck für die grüne Transformation | 40 |
| Die Korrektur der Wohnimmobilienpreise und die Baurezession werden zu Ende gehen | 44 |
| Finanzmarktprognosen..... | 49 |
| Datenmonitor..... | 50 |

Original in englischer Sprache: 8.12.2023

Im Jahr 2024 dürften das außenwirtschaftliche Umfeld sowie die Geld- und Fiskalpolitik für starken Gegenwind für das deutsche Wachstum sorgen. Die Stimmung dürfte auch durch die immer deutlicher zu Tage tretenden strukturellen Probleme und die offensichtlichen Hindernisse bei deren rechtzeitiger Behebung gedrückt werden. Die Wirtschaft dürfte im Winterhalbjahr in einer leichten Rezession verharren und sich aber ab dem Frühjahr allmählich erholen.

Endlich wieder ein Wachstumsschub vom privaten Verbrauch zu erwarten. Die Realeinkommen dürften im Jahresverlauf 2024 wieder spürbar anziehen.

Sparquote der deutschen Haushalte: Kurz- und langfristige Aussichten. 2024 dürfte die Sparquote aufgrund eines stärkeren Vorsichtssparens leicht steigen.

Schwache Konjunktur und strukturelle Hemmnisse bremsen den Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote könnte 2024 auf 6% steigen und erst 2025 wieder leicht sinken. Die Tariflöhne werden mit 5,5% in 2024 wahrscheinlich noch kräftiger zulegen als im Vorjahr.

Verbraucherpreise: Die disinflationären Kräfte dürften zu einem erheblichen Rückgang der Inflation führen. Diese könnte sich Anfang 2025 vorübergehend der 2%-Marke annähern – oder diese sogar unterschreiten.

EZB: Früher, schneller, weiter, Kühner. Wir erwarteten die erste Leitzinssenkung schon im April 2024. Die Leitzinsen könnten in 2024 um 150 Bp. sinken.

Neuorientierung des Handels: Wo liegen die zukünftigen Exportmärkte? Handelsprognosen 2024: schwaches Exportwachstum und negative Nettoexporte. Über die Dekade dürfen die Exportanteile von Indien, ASEAN und osteuropäischen Ländern kräftig zulegen.

Öffentliche Finanzen: Deutlich restriktiverer finanzpolitischer Kurs für das Jahr 2024 erwartet. Das Urteil des Verfassungsgerichts zur Schuldenbremse wird die Finanzpolitik in Zukunft einschränken. Wir rechnen damit, dass das strukturelle Defizit des Staates im Jahr 2024 um fast 1 Prozentpunkt sinken könnte.

Der Weg aus der Haushaltskrise und wie er die Politik im Jahr 2024 prägt. Haushaltskonsolidierung von rund EUR 20 Mrd. durch sowohl weniger grüne/soziale Ausgaben als auch geringere Steuersubventionen. Geringes Risiko eines Bruchs der Regierungskoalition.

Deutsche Industrie: Realitätscheck für die grüne Transformation. Die Erwartung, dass die grüne Transformation durch hohe Subventionen herbeigeführt werden könnte, wird zurückgeschraubt.

Die Korrektur der Wohnimmobilienpreise und die Baurezession werden zu Ende gehen. Hauspreise dürften sich bald stabilisieren. Baurezession dürfte 2024 enden.



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

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 | 0,4 | 0,2 | 8,4 | 5,5 | 2,2 | -0,7 | 1,1 | 1,5 | -3,6 | -3,5 | -3,0 |
| Deutschland | 1,8 | -0,3 | -0,2 | 6,9 | 6,0 | 2,6 | 4,2 | 5,9 | 5,9 | -2,5 | -2,0 | -1,6 |
| Frankreich | 2,5 | 0,8 | 0,4 | 5,9 | 5,8 | 2,3 | -2,0 | -1,4 | -0,5 | -4,7 | -4,8 | -4,9 |
| Italien | 3,9 | 0,6 | 0,2 | 8,7 | 6,2 | 2,0 | -1,5 | 0,7 | 1,0 | -8,0 | -5,4 | -5,0 |
| Spanien | 5,8 | 2,2 | 1,0 | 8,3 | 3,5 | 2,5 | 0,6 | 1,6 | 2,0 | -4,7 | -4,1 | -3,4 |
| Niederlande | 4,3 | 0,1 | 0,2 | 11,6 | 4,3 | 2,3 | 9,3 | 7,5 | 7,5 | -0,1 | -1,0 | -1,8 |
| Belgien | 3,0 | 1,4 | 0,5 | 10,3 | 2,3 | 2,6 | -1,0 | -0,8 | -0,3 | -3,5 | -5,0 | -5,0 |
| Österreich | 4,3 | -0,5 | -0,1 | 8,6 | 7,9 | 2,2 | -0,3 | 0,5 | 0,5 | -3,5 | -2,5 | -2,3 |
| Finnland | 1,6 | -0,1 | 0,2 | 7,2 | 4,6 | 1,8 | -2,5 | -1,8 | -1,0 | -0,8 | -2,5 | -2,8 |
| Griechenland | 5,7 | 2,2 | 1,2 | 9,3 | 4,3 | 2,4 | -10,3 | -7,0 | -6,0 | -2,4 | -2,3 | -1,0 |
| Portugal | 6,8 | 2,2 | 0,6 | 8,1 | 5,6 | 2,2 | -1,1 | 1,5 | 1,0 | -0,3 | 0,5 | 0,0 |
| Irland | 9,5 | -2,1 | -0,3 | 8,1 | 5,3 | 1,8 | 10,8 | 10,0 | 10,0 | 1,7 | 1,3 | 1,0 |
| Großbritannien | 4,3 | 0,5 | 0,3 | 9,1 | 7,4 | 3,4 | -3,1 | -2,0 | -1,5 | -5,0 | -4,4 | -3,3 |
| Dänemark | 2,7 | 1,3 | 1,3 | 8,5 | 4,0 | 2,6 | 13,4 | 11,0 | 10,0 | 3,3 | 1,8 | 1,0 |
| Norwegen | 3,0 | 1,4 | 0,7 | 5,8 | 5,7 | 3,0 | 30,3 | 22,0 | 20,0 | 25,4 | 20,0 | 19,0 |
| Schweden | 3,0 | -0,5 | 0,5 | 8,1 | 6,5 | 2,5 | 5,8 | 5,0 | 5,0 | 1,1 | -0,1 | -0,5 |
| Schweiz | 2,7 | 0,8 | 1,5 | 2,8 | 2,2 | 1,6 | 9,9 | 8,0 | 8,0 | -0,4 | 0,2 | 0,2 |
| Tschech. Rep. | 2,5 | -0,4 | 1,6 | 15,1 | 10,8 | 3,0 | -6,0 | -0,7 | 0,3 | -3,2 | -3,9 | -2,4 |
| Ungarn | 4,6 | -0,4 | 2,8 | 14,5 | 17,7 | 5,4 | -8,1 | -0,6 | 0,8 | -6,2 | -5,4 | -4,2 |
| Polen | 5,3 | 0,5 | 2,6 | 14,3 | 11,6 | 5,8 | -2,5 | 1,5 | 1,0 | -3,7 | -5,6 | -4,9 |
| USA | 1,9 | 2,4 | 0,6 | 8,0 | 4,1 | 2,1 | -3,7 | -3,2 | -3,5 | -5,4 | -6,2 | -6,0 |
| Japan | 0,9 | 1,7 | 0,6 | 2,5 | 3,2 | 2,9 | 1,8 | 3,6 | 4,0 | -7,1 | -5,1 | -5,2 |
| China | 3,0 | 5,2 | 4,7 | 2,0 | 0,3 | 0,9 | 2,2 | 1,9 | 1,4 | -4,7 | -4,3 | -5,3 |
| Welt | 3,4 | 3,0 | 2,6 | 8,7 | 6,6 | 5,1 | | | | | | |

* 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 | 2023 | | | | 2024 | | | |
|-----------------------------------|------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | | | | Q1 | Q2 | Q3 | Q4P | Q1P | Q2P | Q3P | Q4P |
| BIP | 3,2 | 1,8 | -0,3 | -0,2 | 0,0 | 0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 |
| Privater Konsum | 1,5 | 3,9 | -1,0 | 0,9 | -0,8 | 0,2 | -0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,5 |
| Staatsausgaben | 3,1 | 1,6 | -2,3 | 0,5 | -1,4 | -0,4 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | -0,1 |
| Anlageinvestitionen | -0,2 | 0,1 | 1,0 | -0,6 | 1,7 | -0,3 | 0,6 | -0,4 | -0,1 | 0,1 | 0,5 | 0,5 |
| Ausrüstungen | 2,8 | 4,0 | 4,6 | 0,6 | 2,1 | 0,7 | 1,1 | 0,0 | 1,0 | 1,2 | 1,4 | 0,7 |
| Bau | -2,6 | -1,8 | -1,2 | -2,5 | 2,7 | -0,9 | 0,4 | -1,0 | -1,0 | -0,7 | 0,0 | 0,4 |
| Lager, %-Punkte | 0,9 | 0,7 | 0,1 | -0,4 | -0,6 | 0,7 | -0,4 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| Exporte | 9,7 | 3,3 | -1,8 | 0,5 | -0,2 | -0,9 | -0,8 | 0,3 | 0,2 | 0,5 | 0,6 | 0,5 |
| Importe | 8,9 | 6,6 | -2,7 | 1,1 | -2,2 | 0,1 | -1,3 | 0,8 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Nettoexport, %-Punkte | 0,9 | -1,2 | 0,4 | -0,2 | 1,0 | -0,5 | 0,2 | -0,2 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 |
| Konsumentenpreise (VPI)** | 3,1 | 6,9 | 6,0 | 2,6 | | | | | | | | |
| Arbeitslosenquote, % | 5,7 | 5,3 | 5,7 | 6,0 | | | | | | | | |
| Industrieproduktion*** | 4,8 | -0,3 | -0,5 | -1,5 | | | | | | | | |
| Budgetsaldo, % BIP | -3,6 | -2,5 | -2,0 | -1,6 | | | | | | | | |
| Öffentlicher Schuldenstand, % BIP | 69,0 | 66,1 | 64,4 | 64,8 | | | | | | | | |
| Leistungsbilanzsaldo, % BIP | 7,7 | 4,2 | 5,9 | 5,9 | | | | | | | | |
| Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd. | 265 | 170,9 | 245 | 254 | | | | | | | | |

*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



Das Jahr der Ernüchterung?

- Im Jahr 2024 dürften das außenwirtschaftliche Umfeld sowie die Geld- und Fiskalpolitik für starken Gegenwind für das deutsche Wachstum sorgen.
- Die Stimmung dürfte auch durch die immer deutlicher zu Tage tretenden strukturellen Probleme und die offensichtlichen Hindernisse bei deren rechtzeitiger Behebung gedrückt werden.
- Der private Konsum könnte die einzige Nachfragekomponente sein, die angesichts der erwarteten realen Einkommenszuwächse sich im Jahresverlauf spürbar beleben sollte, trotz eines weiteren Anstiegs der Sparquote.
- Wir gehen davon aus, dass die Wirtschaft im Winterhalbjahr in einer leichten Rezession verharren und sich ab dem Frühjahr allmählich erholen wird. Dennoch wird für 2024 ein Rückgang des BIP um 0,2% erwartet, nach -0,3% im Jahr 2023.

Vor einem Jahr hatten wir Mühe, die Auswirkungen der Energiepreiskrise auf das Wachstum im Jahr 2023 abzuschätzen. Déjà-vu – jetzt versuchen wir, das Ausmaß der Auswirkungen der Krise des Bundeshaushalts auf das Wachstum 2024 in den Griff zu bekommen. Seit Beginn des russischen Angriffs auf die Ukraine war das ifo Geschäftsklima um 13 Punkte gesunken, zeigte aber Anzeichen einer Bodenbildung. Sowohl der ifo-Index als auch das Verbrauchervertrauen erreichten im Oktober 2022 ihren Tiefpunkt und begannen sich dank des von der Regierung angekündigten EUR 200 Mrd. schweren Haushaltspakets („Doppel-Wumms“) allmählich zu verbessern. Im Januar/Februar 2023 zerstreute dann der milde Winter die letzten Befürchtungen einer Gasrationierung für industrielle Verbraucher, was das Vertrauen weiter stärkte. Infolgedessen trat unsere Rezessionsprognose für das Winterhalbjahr 2022/23 – mit vierteljährlichen BIP-Verlusten von etwa ¾% pro Quartal – nicht ein. Tatsächlich haben wir nach mehreren Revisionen erfahren, dass das BIP im Schlussquartal 2022 zwar um 0,4% sank, sich aber bereits im ersten Quartal 2023 stabilisierte.

Es scheint, dass die Krisenreaktion der Regierung – die bereits während der Coronavirus-Krise erfolgreich erprobt wurde, d.h. die Ankündigung massiver öffentlicher Ausgaben zur Stützung von Einkommen und Vertrauen – einmal mehr den gewünschten Erfolg brachte. Mehr noch: Da nicht alle vorgesehenen Gelder in den Krisenjahren ausgegeben werden mussten, hatte sich die Regierung eine Kriegskasse geschaffen, aus der sie ihre ehrgeizigen Pläne finanzieren konnte, um die deutsche Wirtschaft in eine saubere und nachhaltige Zukunft zu führen. Das Urteil des Bundesverfassungsgerichts machte diese Absicht zur Makulatur.

Wirtschaftspolitische Unsicherheit

1



Quelle: policyuncertainty.com

Fiskalischer Schock könnte geringer ausfallen als befürchtet

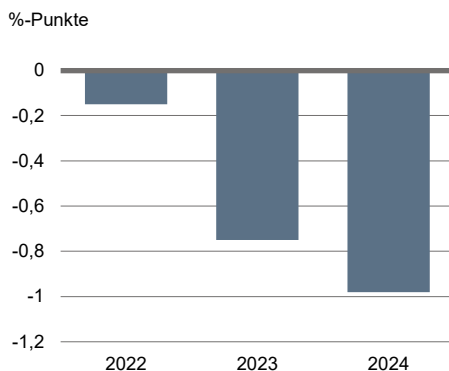
Der tatsächliche Umfang der Haushaltskonsolidierung zur Einhaltung der Schuldenbremse im Jahr 2024 ist immer noch unklar, scheint aber im Vergleich zu früheren Befürchtungen kleiner geworden zu sein. Einige rot-grüne Mitglieder der Ampelkoalition schlagen vor, (a) die Ausnahmeklausel der Schuldenbremse im Jahr 2024 wieder zu aktivieren oder (b) die Schuldenbremse so zu reformieren, dass sie genügend Spielraum bietet, um den Konsolidierungsbedarf ganz zu beseitigen. Wir bezweifeln nach wie vor, dass (a) dies vor dem Verfassungsgericht Bestand haben wird, da eine Klage so gut wie sicher erscheint, oder dass (b) die notwendige Unterstützung der CDU/CSU-Opposition im Parlament erhalten wird (für Details siehe „Wie wird die Haushaltskrise die Politik im Jahr 2024 beeinflussen?“ und „Nach dem Urteil zur Schuldenbremse: Ein deutlich strafferer finanzpolitischer Kurs im Jahr 2024“). Es besteht also die Chance,



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

dass die fiskalische Schrumpfung etwas geringer ausfällt, als wir bisher angenommen haben, siehe Deutsche Bank Research „2024 Outlook: The race against time“, 27. November 2023. Bisher hat die fiskalische Unsicherheit keine Spuren in den Stimmungsdaten hinterlassen. Der endgültige Composite PMI für November, bei dem die Umfrage am 23. November endete, wurde sogar um 0,7 Punkte auf 47,8 Punkte nach oben korrigiert, verglichen mit der zwei Tage zuvor abgeschlossenen Flash-Umfrage. Noch überraschender ist der weitere starke Rückgang des Indexes der wirtschaftspolitischen Unsicherheit, der im November von 686,3 auf 598,8 zurückging, obwohl das Gerichtsurteil seit dem 15. November für Schlagzeilen mit deutlich negativem Tenor sorgte. Angesichts des nun überschaubaren Haushaltslochs 2024 könnten die Verhandlungen zwischen den Ampelpartnern reibungsloser und schneller verlaufen, als wir bisher angenommen haben. Alles in allem könnten die negativen Auswirkungen auf das Wachstum etwas geringer ausfallen als der ½ Prozentpunkt, mit dem wir bisher gerechnet haben. Dennoch erwarten wir einen Rückgang des strukturellen Defizits um etwa 1 Prozentpunkt auf rund ½% des BIP im Jahr 2024, räumen aber eine erhebliche Fehlermarge ein, die sich in der großen Prognosespanne (SVR, Forschungsinstitute) schon vor dem Gerichtsurteil zeigt.

Auswirkungen des Renditeanstiegs
10-jähriger Bundesanleihen auf das BIP **2**

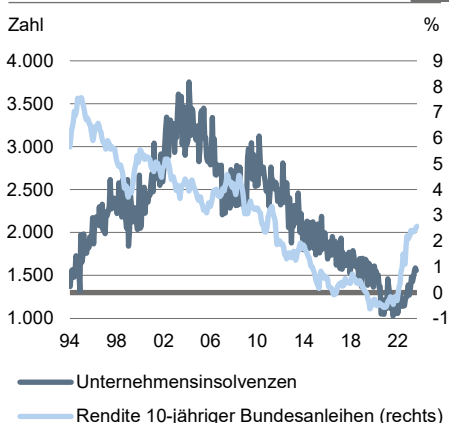


Quelle: Deutsche Bank Research (basierend auf Bundesbank Makro-Modell)

Zinsschock wirkt noch nach

Nicht nur die Finanzpolitik belastet das Wachstum im Jahr 2024. Die deutliche Straffung der Geldpolitik hat dazu beigetragen, dass die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen im Jahr 2022 um 150 Basispunkte und 2023 um weitere 120 Basispunkte steigen werden. Da sich Zinsänderungen mit einer Verzögerung von ein bis zwei Jahren am stärksten auf die Wirtschaft auswirken, dürfte der kumulierte Zinseffekt im Jahr 2024 sein Maximum erreichen, selbst wenn die Zinsen im Laufe des Jahres 2024 sinken. Auf der Grundlage von Standardmodellen dürften die negativen Auswirkungen auf das BIP im Jahr 2024 fast 1 Prozentpunkt erreichen. Die Auswirkungen kommen hauptsächlich durch geringere Investitionsausgaben zustande, insbesondere bei den privaten Wohnungsbauinvestitionen, aber auch der private Verbrauch wird betroffen sein, da ein Anstieg der langfristigen Zinsen um 100 Basispunkte den Verbrauch nach einem Jahr im Mittel um fast 0,5 Prozentpunkte senkt.

Unternehmensinsolvenzen **3**



Quellen: Destatis, Bundesbank, Deutsche Bank Research

Zunehmende Insolvenzen

Die negativen Auswirkungen der Geld- und Fiskalpolitik haben – in Kombination mit der schwachen Nachfrage, höheren Löhnen und steigenden Material-/Energiekosten – bereits zu einem erheblichen Anstieg der Unternehmensinsolvenzen geführt (ytd: +24% gegenüber dem Vorjahr). Bislang handelt es sich dabei noch weitgehend um eine Normalisierung nach den außergewöhnlich niedrigen Zahlen in den COVID-Jahren (weiterhin 9% niedriger als 2019), als eine Lockerung der Insolvenzregeln und großzügige Zuschüsse der Regierung nicht nur einen Anstieg der Insolvenzzahlen verhinderten, sondern sogar zu sinkenden Insolvenzzahlen führte. Damals gab es eine Debatte über die Zahl der Zombie-Unternehmen, die durch die extrem niedrigen Refinanzierungskosten über Wasser gehalten wurden. Diese Debatte war bis vor Kurzem verschwunden, bis das Thema mit einigen prominenten Insolvenzfällen im Bereich der gewerblichen Immobilien, dem zinsempfindlichsten Sektor der Wirtschaft, wieder aufgetaucht ist.

Bis zu einem gewissen Grad wird ein zinsbedingter Anstieg der Insolvenzen durch die Elastizitäten der Makromodelle abgedeckt, aber Nichtlinearitäten, die wahrscheinlich durch die politischen Eingriffe während der COVID-Jahre verursacht wurden, könnten größere Auswirkungen haben. Im Jahr 2020 hat das ifo Institut begonnen, Unternehmen zu befragen, ob sie ihre Existenz gefährdet se-



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

Bewertung des Auftragsbestandes

4



Quelle: ifo

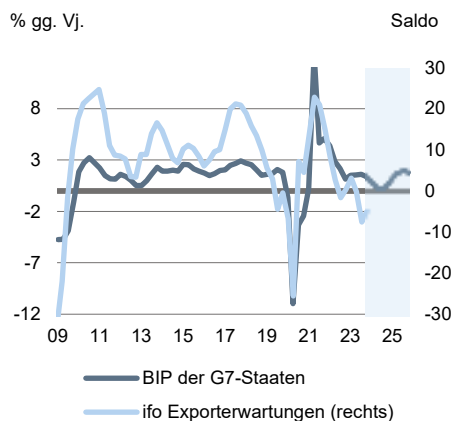
hen. In der ersten Umfrage Mitte 2020 hatten 21,8% der deutschen Unternehmen solche Bedenken. In den Jahren 2021 und 2022 sank der Anteil deutlich und erreichte im Januar 2023 mit 4,8% seinen Tiefpunkt. Im Oktober stieg er auf 6,8%. Branchenübergreifend meldeten der Einzelhandel (19,3%) und das Baugewerbe (8,9%) die höchsten Werte.¹ Konjunkturelle Faktoren wie mangelnde Nachfrage und Aufträge waren die größten Herausforderungen. Von den Unternehmen, die sich tatsächlich existenziell bedroht fühlen, wiesen jedoch zwischen 34% (Dienstleistungen) und 45% (Industrie) auf finanzielle Schwierigkeiten hin. Für 2024 scheint ein weiterer Anstieg der Insolvenzen angelegt, was spürbare Auswirkungen haben könnte, insbesondere wenn größere Unternehmen betroffen sind.

Herausforderndes externes Umfeld

Zusätzlich zu dem ungünstigen politischen Umfeld wird die Weltwirtschaft wahrscheinlich wenig Unterstützung bieten. Wir erwarten eine leichte technische Rezession in den G7-Ländern im ersten Halbjahr 2024, nachdem sie im letzten Quartal dieses Jahres stagniert haben dürfte. Sowohl in den USA als auch in der Eurozone dürfte die Wirtschaft im ersten Halbjahr schrumpfen. In der zweiten Jahreshälfte erwarten wir, dass sich die US-Wirtschaft wieder auf eine Wachstumsrate von 1,9% (qoq, SAAR) erholt und bis in das erste Halbjahr 2025 über Trend wachsen dürfte. Im gesamten Jahr 2025 wird die US-Wachstumsrate sehr nahe an unserer Schätzung der Potenzialrate (~2,1 %) liegen. Wir prognostizieren eine allmählichere Erholung der EWU-Wirtschaft, sehen aber für 2025 ein Wachstum leicht über dem Trend. In China dürfte unserer Ansicht nach die fiskalische Expansion in Verbindung mit weiteren Zinssenkungen der PBOC ausreichen, um das BIP-Wachstum bis 2024 wieder auf seine Potenzialrate von 4 ½ bis 5% anzuheben. Dennoch erwarten wir angesichts der Schwäche im ersten Halbjahr nur ein globales BIP-Wachstum von 2,4% im Jahr 2024 (von 3,2% im Jahr 2023), wobei 2,5% allgemein als Obergrenze für eine globale Rezession angesehen wird.

G7-BIP und deutsche Exporterwartungen

5



Quellen: IWF, ifo, Deutsche Bank Research

Globales BIP

6

Globale Wirtschaft

Reales BIP, % gg.Vj.

| | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P |
|------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| USA | 5,8 | 1,9 | 2,4 | 0,6 |
| Japan | 2,6 | 0,9 | 1,7 | 0,6 |
| Eurozone | 5,9 | 3,4 | 0,4 | 0,2 |
| Deutschland | 3,2 | 1,8 | -0,3 | -0,2 |
| Frankreich | 6,4 | 2,5 | 0,8 | 0,4 |
| Italien | 8,3 | 3,9 | 0,6 | 0,2 |
| Spanien | 6,4 | 5,8 | 2,2 | 1,0 |
| Niederlande | 6,2 | 4,3 | 0,1 | 0,2 |
| Griechenland | 8,4 | 5,9 | 2,4 | 1,5 |
| Portugal | 5,5 | 6,7 | 1,4 | 1,7 |
| Irland | 15,1 | 9,4 | 5,6 | 4,8 |
| Großbritannien | 8,7 | 4,3 | 0,5 | 0,3 |
| Asien ex Japan | 7,4 | 4,1 | 5,0 | 4,8 |
| China | 8,4 | 3,0 | 5,2 | 4,7 |
| Indien | 8,9 | 6,7 | 6,9 | 6,0 |
| Osteuropa | 6,0 | 3,2 | 2,4 | 2,7 |
| Lateinamerika (ex Venezuela) | 7,2 | 3,9 | 2,1 | 1,9 |
| Welt | 6,5 | 3,4 | 3,0 | 2,6 |

Quellen: IWF, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

¹ Licht, Wohlrabe. Die deutsche Wirtschaft nach drei herausfordernden Jahren - droht eine Pleitewelle?, ifo Schnelldienst, 12/2023.



Standortprobleme im Fokus

Ohne die Unterstützung durch eine lockere Geld- und Fiskalpolitik und angesichts eines herausfordernden außenwirtschaftlichen Umfelds (zumindest in der ersten Hälfte des Jahres 2024) beginnen internationale Kommentatoren erneut, die wirtschaftliche Zukunft Deutschlands infrage zu stellen. Aber auch die Deutschen selbst sind zunehmend skeptisch geworden. Die Hauptsorgen sind:

Bürokratie: In einer Umfrage unter 900 Unternehmen des Maschinenbaus und der Elektrotechnik gaben 86% an, dass die Bürokratie eine „starke“ oder „sehr starke“ Belastung für ihr Unternehmen darstellt.² 95% der Befragten glauben, dass die Belastung in den letzten 5 Jahren zugenommen hat. 63% der Unternehmen geben an, dass sie wegen der Bürokratie ihre Investitionen im Inland zurückfahren, 48% sagen, dass sie deshalb mehr im Ausland investieren.

Energie: In der Herbstumfrage des DIHK sehen 61% der befragten Unternehmen die Energie- und Rohstoffpreise als größtes Einzelrisiko für ihr Geschäft. Bei den Industrieunternehmen liegt der Anteil sogar bei 71 Prozent.³ Gleichzeitig wächst die Skepsis gegenüber dem Erfolg der Energiewende. 77% der deutschen Bevölkerung glauben nicht, dass die ehrgeizigen Ziele erreicht werden.⁴

Mangel an (qualifizierten) Arbeitskräften: Laut einer weiteren Umfrage des DIHK gefährdet der Fachkräftemangel den Erfolg in wichtigen Schlüsseltechnologien.⁵ Jedes zweite Unternehmen findet keine Mitarbeiter, um seine offenen Stellen zu besetzen. Der DIHK schätzt, dass das Bruttoinlandsprodukt um mehr als 2% höher ausfallen könnte, wenn diese Stellen besetzt würden. 82% der Umfrageteilnehmer erwarten negative Folgen für ihr Unternehmen. 16% haben ihre Inlandsinvestitionen zurückgefahren. 27% der Industrieunternehmen befürchten negative Folgen für Innovation und Wettbewerbsfähigkeit. In der Halbleiterindustrie, in der Deutschland mit massiven Subventionen ausländische Investoren anlockt, fehlen laut IW-Forschungsinstitut im Jahr 2022/23 82.000 qualifizierte Arbeitskräfte, ein Anstieg um 30% innerhalb eines Jahres.⁶ Die enttäuschenden Ergebnisse der jüngsten OECD-PISA-Studie⁷, bei der 15-jährige deutsche Schüler die schwächsten Ergebnisse aller Zeiten erzielten und nur knapp über dem OECD-Durchschnitt (Mathematik und Lesen) lagen, verstärken die Sorge, dass sich der Fachkräftemangel weiter verschärfen wird, auch weil qualifizierte Babyboomer aus dem Berufsleben ausscheiden.

Zugegeben, solche Erhebungen, insbesondere die von Wirtschaftsverbänden, dienen auch deren Lobbyarbeit, die höchstwahrscheinlich von den meisten der Befragten unterstützt wird, und könnten daher ein etwas zu negatives Bild ergeben. Die allgemeine Botschaft wird jedoch durch andere Umfragen von Beratungsunternehmen, Forschungsinstituten und internationalen Organisationen gestützt.

Außerdem scheinen deutsche und internationale Unternehmen ihren Worten Taten folgen zu lassen, wie die Entwicklung der ausländischen Direktinvestitionen in und aus Deutschland zeigt.

² GesamtMetall. Umfrage zur Bürokratie, 12.05.2023.

³ DIHK Herbstumfrage.

⁴ EY. Mehrheit befürwortet generelles Tempolimit, 11.01.2023.

⁵ DIHK-Report 2023/2024. Fachkräfteengpässe gefährden Erfolg in wichtigen Schlüsseltechnologien.

⁶ IW-Kurzbericht 90/2023. Berufe in der Chip-Industrie: Immer mehr Stellen können nicht besetzt werden, 12.05.2023.

⁷ OECD. PISA 2022 Results: Factsheets Germany, 12.05.2023.

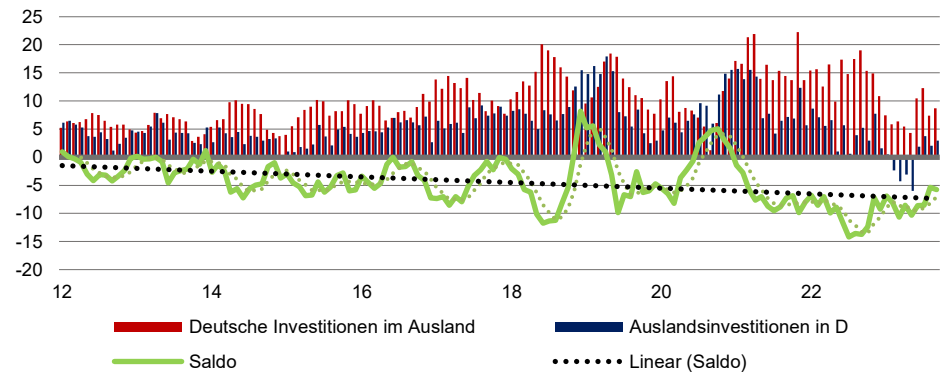


Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

Ausländische Direktinvestitionen

7

Mrd. EUR, gleit. 6M-Durchschn..



Quellen: Deutsche Bundesbank

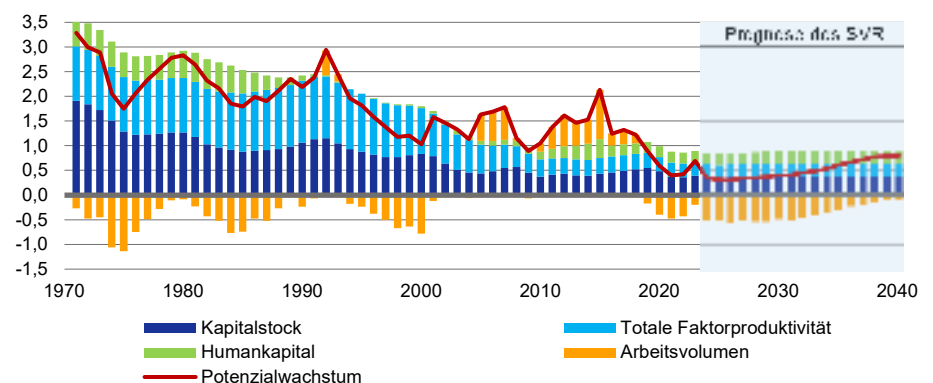
Potenzialwachstum unter ½% – nicht nur Algebra

Nicht alle der in den oben genannten Umfragen ermittelten Wachstumshinder-nisse können in die Schätzungen des Potenzialwachstums einfließen. Daher könnten die im Folgenden vorgestellten Zahlen sogar auf der optimistischen Seite liegen. Seit Jahren wird davor gewarnt, dass der Arbeitsangebotseffekt der ungünstigen demografischen Entwicklung das Potenzialwachstum in Deutschland bremsen wird. Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung geht in einer sehr detaillierten Analyse davon aus, dass die Potenzialwachstumsrate in den nächsten zehn Jahren kaum 0,4% erreichen könnte. Das Arbeitskräfteangebot sinkt nicht nur durch die schrumpfende Zahl der Beschäftigten, sondern auch durch den Rückgang der geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten. Die schwachen Investitionsausgaben der letzten Jahre haben das Wachstum des Kapitalstocks beeinträchtigt und zu einer Verlangsamung der totalen Faktorproduktivität (TFP) geführt. Das Urteil des Verfassungsgerichts hat deutlich gemacht, was eine solche Wachstumsschwäche im Wesentlichen bedeutet: Deutschland hat Schwierigkeiten, die notwendigen Mittel aufzubringen, um die strukturellen Herausforderungen zu bewältigen, die seit dem russischen Angriff auf die Ukraine noch viel größer geworden sind.

Potenzialwachstum sinkt unter ½%

8

Beiträge in %-Punkten, Wachstum in %



Quellen: Sachverständigenrat, IAB, OECD, Statistisches Bundesamt



Schlechte Stimmung wird das Wachstum belasten

Angesichts der Mischung aus konjunkturellen und strukturellen Problemen ist es nicht verwunderlich, dass Deutschland den Blues hat und dass 60% der Bevölkerung mit der aktuellen Leistung der Ampelkoalition in Berlin nicht zufrieden sind. Die Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Maßnahmen der Regierung zur Schließung des Haushaltslochs 2024 werden die Stimmung wahrscheinlich weiter belasten. Zudem dürfte nach dem Verfassungsgerichtsurteil bei Politikern und Bürgern die Einsicht gereift sein, dass nicht alle Probleme Deutschlands durch zusätzliche Staatsausgaben gelöst werden können und Wohlfahrtsverluste nicht mehr auszuschließen sind. Aufgrund dieser unangenehmen Einsichten werden Verbraucher und Unternehmen vermutlich sehr vorsichtig agieren. Wir gehen daher davon aus, dass die deutsche Wirtschaft im Schlussquartal 2023 in eine technische Rezession abrutschen wird, da das Ende des dritten Quartals schwach ausfiel und die Industriedaten im Oktober weiter nachgaben. Darüber hinaus befinden sich die Werte der ifo- und PMI-Konjunkturumfragen trotz einiger marginaler Verbesserungen immer noch im Rezessionsbereich, was auf einen möglichen weiteren leichten BIP-Rückgang im vierten Quartal hindeutet. Erst im Frühjahr erwarten wir eine langsame Verbesserung der Konjunktur.

Hoffnungsträger Konsum

Kürzungen bei den Sozialausgaben, die über das bereits beschlossene Ende der Energiepreisbremse zum Jahresende (statt im März) hinausgehen, werden die erwarteten Impulse des privaten Verbrauchs für die Wirtschaft verringern. Das Wachstum der Nettolöhne dürfte sich 2024 auf etwa 5% verlangsamen, nach etwa 8% im Jahr 2023. Der daraus resultierende Anstieg der realen Arbeitskosten wird jedoch die Unternehmensgewinne belasten, sodass das real verfügbare Einkommen – auch aufgrund der Inflation von etwa 2,6% – bestenfalls um 1 ½% wachsen dürfte. Zusätzlich dürfte ein bescheidener Anstieg der Sparquote den Anstieg des privaten Verbrauchs auf etwa 1% begrenzen. Neben den höheren Zinssätzen haben die Verbraucher auch schon vor der aktuellen Budgetkrise an Vertrauen in die künftige Arbeitsmarkt- und Einkommensentwicklung verloren. Tatsächlich ist das Beschäftigungswachstum seit dem Sommer ins Stocken geraten und die Arbeitslosenzahlen sind jeden Monat um fast 20.000 gestiegen. Während die Ausgaben des Staates durch die notwendigen Haushaltskürzungen der Regierung eingeschränkt werden, scheinen die Aussichten für Unternehmensinvestitionen ebenfalls düster zu sein, da diese Herausforderungen die Liste der Defizite des Standorts Deutschland, über die der Unternehmenssektor immer deutlicher spricht, nur noch verlängern.

Der Wohnungsbau hat seine eigenen Probleme, die durch steigende Hypothekenzinsen und nicht zuletzt durch steigende Baukosten aufgrund regulatorischer Anforderungen verursacht werden. Darüber hinaus hat die schwache Nachfrage dazu geführt, dass die Auftragsstornierungen einen neuen Höchststand erreicht haben. Mit 22,2% der betroffenen Bauunternehmen dürfte sich die Rezession im Wohnungsbau 2024 verschärfen. Alles in allem dürfte die inländische Endnachfrage 2024 mehr oder weniger stagnieren. Bei einem um etwa 0,2 Prozentpunkte niedrigeren Außenbeitrag dürfte das BIP um etwa 0,2% sinken, nachdem es 2023 um etwa 0,3% geschrumpft war. In Anbetracht der Erfahrungen der letzten drei Jahre sollte es selbstverständlich sein, dass die Fehlermargen bei diesen Prognosen erheblich sind.



Die Risiken: Innenpolitik

Die weitere politische Dynamik nach dem Gerichtsurteil lässt sich nur schwer vorhersagen. Wenn die Regierung in der Lage ist, die CDU/CSU in eine konstruktive Zusammenarbeit in Bezug auf die Steuerpolitik und andere Politikbereiche wie Migration oder Rentenreformen zu bewegen, könnte dies die Stimmung verbessern und in der zweiten Hälfte des Jahres 2024 zu mehr Investitionen führen. Für die Konservativen könnte eine solche Zusammenarbeit auch ihr strategisches Dilemma lindern, das sich aus möglichen Siegen der AfD bei den Wahlen in den drei ostdeutschen Bundesländern im September 2024 ergeben könnte.

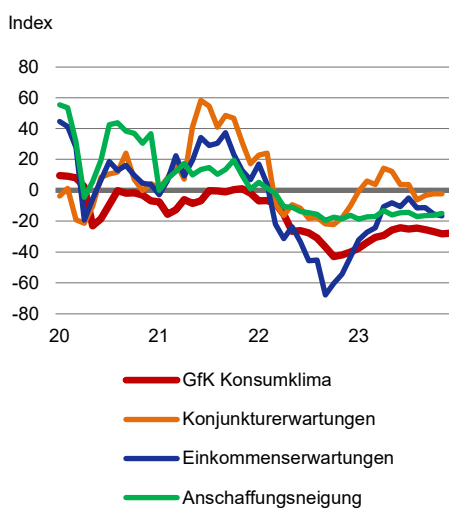
Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)



Endlich wieder ein Wachstumsschub vom privaten Verbrauch zu erwarten

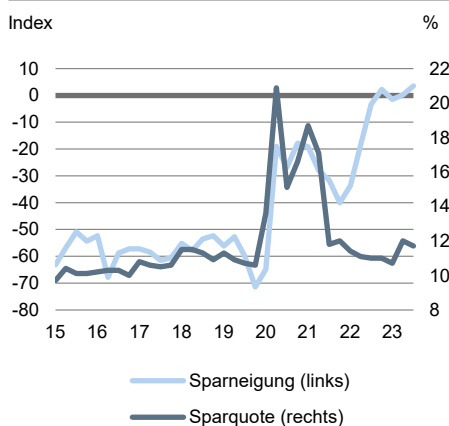
- Dank steigender Realeinkommen dürfte der private Verbrauch im Jahresverlauf 2024 wieder spürbar anziehen. Zuvor muss sich jedoch das Verbrauchervertrauen noch deutlich erholen. Angesichts verschiedener Unsicherheitsfaktoren dürfte die Sparquote im kommenden Jahr mit gut 11 ½% weiter über ihrem langfristigen Durchschnitt liegen.
- Zur Erholung der realen Kaufkraft wird nicht nur die nachlassende Verbraucherpreisinflation beitragen, sondern auch die erneut kräftig steigenden Löhne sowie die staatlichen Transferleistungen.

GfK Konsumklima vorerst weiter schwach 9



Quelle: GfK

Sparquote und Sparneigung 10



Quellen: GfK, Statistisches Bundesamt

Die positive Kernbotschaft zuerst! Im Jahr 2024 dürfte der private Verbrauch endlich wieder zu einem Wachstumsmotor werden, wenngleich sich die Beschleunigungsphase wahrscheinlich über das Jahr hinzieht. Nach einem Rückgang um 1% im laufenden Jahr ist in 2024 ein Wachstum von knapp 1% (2025: 1,1%) zu erwarten. Da sich die Verbraucherpreisinflation in 2024 weiter deutlich entspannen dürfte und die Masseneinkommen erneut kräftig zulegen werden, könnten die real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte mindestens um 1,5% zulegen. Angesichts der verschiedenen Unsicherheitsfaktoren (potenzielle Ausgabenkürzungen der Regierung, Abschwächung am Arbeitsmarkt) erwarten wir allerdings, dass die Konsumbereitschaft bzw. das Verbrauchervertrauen insgesamt noch einige Zeit für die Erholung brauchen werden.

Die Dezember-Prognose des GfK-Konsumklimas liegt mit -27,8 Punkten immer noch unter dem Tiefpunkt während der Corona-Pandemie (Mai 2022: -26,6). Die schwache Konsumstimmung findet ihr Gegenstück in immer noch erhöhter Sparneigung. Daher halten wir es derzeit für plausibel, dass die Sparquote in den Jahren 2023 und 2024 mit gut 11 ½% über ihrem langfristigen Mittelwert von knapp 11% verharrt. Zum einen haben bisherige Ersparnisse in den vergangenen drei Jahren deutlich an Kaufkraft verloren (gut 15%). Hinzu kommt eine Eintrübung des Arbeitsmarktumfeldes, die auch zu größerer Vorsicht bei den Ausgaben führen könnte.

Und nicht zuletzt dürften nach dem jüngsten Karlsruher Urteil hinter verschiedenen staatlichen Fördermaßnahmen für private Projekte Fragezeichen stehen, z.B. für die energetische Sanierung von Wohngebäuden. Wenn sie eingeschränkt werden, könnten die Haushalte solche Projekte aufschieben oder ganz streichen, zumindest solange die Preise für die benötigten Materialien nicht deutlich nachgeben. Weitere Aspekte des zu erwartenden Sparverhaltens der privaten Haushalte haben wir in einem [separaten Kapitel](#) erörtert.

Trotz all dieser potenziellen Gegenwinde dürfte zu guter Letzt der Anstieg der Realeinkommen in 2024 ausschlaggebend sein. Er wird sich zum einen aus einem erneut kräftigen Lohnwachstum (2024: 5,5%, siehe separates Kapitel) speisen. Zum anderen werden auch die Transferleistungen deutlich ansteigen. Am 1. Januar soll das Bürgergeld für rund 5 Mio. Leistungsempfänger um durchschnittlich 12% bzw. EUR 61 pro Monat angehoben werden. Mitte des Jahres könnten dann auch die Altersrenten um 3,5% steigen. Dies geht nach Pressemeldungen aus dem Entwurf des Berichts der Rentenversicherung der Bundesregierung hervor. Die endgültige Festlegung für die Rentenanpassung wird im Frühjahr 2024 getroffen. Im Jahr 2023 stiegen die Bezüge für die rund 21 Mio. Rentner in Westdeutschland bereits um 4,39% und in den östlichen Bundesländern sogar um 5,86%. So dürfte sich – einhergehend mit deutlich niedrigeren Inflationsraten – die Konsumneigung der privaten Haushalte spürbar verbessern, auch wenn der kumulierte Kaufkraftverlust natürlich bestehen bleibt.

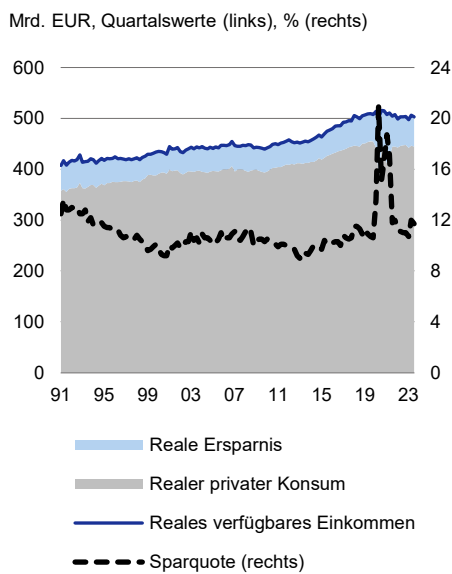
Marc Schattenberg (+49 69 910-31875, marc.schattenberg@db.com)



Sparquote der deutschen Haushalte: Kurz- und langfristige Aussichten

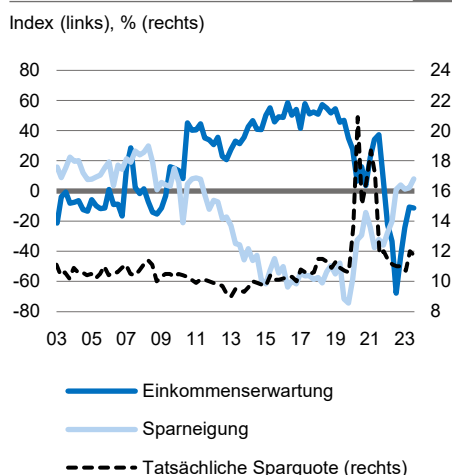
- In diesem Jahr wird die Sparquote voraussichtlich bei 11,5% liegen. 2024 könnte sie etwas höher ausfallen aufgrund des erwarteten leichten Anstiegs der real verfügbaren Einkommen und des Vorsichtssparens.
- Längerfristig dürfte die Sparquote angesichts des demografischen Wandels sinken.

Reales Einkommen ist nur ein Faktor bei der Sparentscheidung der Haushalte ... **11**



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

... ebenso wie die Erwartungen. **12**



Quellen: Deutsche Bundesbank, GfK, Deutsche Bank Research

Im Jahr 2023 wird die Sparquote der deutschen Haushalte voraussichtlich bei 11,5% und damit leicht über ihrem langfristigen Durchschnitt von knapp 11% liegen. Das real verfügbare Einkommen dürfte im Vergleich zum Vorjahr in etwa unverändert bleiben. Der negative Einfluss der Verbraucherpreisinflation (2023e: 6,0%) auf die Kaufkraft sollte durch den Anstieg der nominalen Einkommen der privaten Haushalte nahezu ausgeglichen werden. Dazu gehören die Bruttolöhne, die erneut kräftig steigen dürften, aber auch Einnahmen aus Vermietung und Verpachtung sowie anteilige Unternehmensgewinne, deren Dynamik sich verlangsamt haben dürfte. Der private Konsum wird wahrscheinlich schwächer ausfallen als im vergangenen Jahr. Der diesjährige Anstieg der Sparquote um gut $\frac{1}{4}$ %-Punkt könnte auf dem Vorsichtsmotiv beruhen – die Menschen sind immer noch besorgt über ihre Einkommensaussichten und legen vermutlich Geld zurück für schwierige Zeiten.

Wenn es um die tatsächliche Entscheidung über Sparen oder Konsum geht, scheinen die deutschen Haushalte sowohl das aktuelle als auch das erwartete Einkommen zu berücksichtigen. Die vorherrschenden Motive für das Sparen sind das Bilden von Rücklagen für schwierige Zeiten (in Umfragen von ca. 30% der Befragten genannt) und die Vorsorge für den Ruhestand (15-20%).⁸ Im Gegensatz dazu hat die empirische Forschung nur einen schwachen Zusammenhang zwischen der Zinshöhe und neuen Ersparnissen der Haushalte festgestellt; andere Faktoren wie das (erwartete) Einkommen scheinen wichtiger zu sein.⁹ 2023 ist ein typisches Beispiel. Während sich die Festgeldzinsen verdoppelt haben und Kapitalmarktinvestitionen positive Renditen abwarfen, hat sich die Sparquote kaum bewegt. Allerdings führten die Änderungen bei den Renditen zu Umschichtungen zwischen verschiedenen Anlageklassen im Finanzportfolio des Sektors.

Im Jahr 2024 wird das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte voraussichtlich um etwa 1,5% steigen, wobei die wichtigsten Faktoren das nach wie vor robuste Wachstum der Nettolöhne von etwa 5% und ein deutlicher Rückgang der Inflation auf 2,6% sein dürften. Der größte Teil des Einkommenszuwachses dürfte für den Konsum verwendet werden, insbesondere wenn die unteren Einkommensgruppen davon profitieren. Die wirtschaftliche Unsicherheit wird jedoch kaum nachlassen. Das Wirtschaftswachstum wird voraussichtlich weitgehend stagnieren, die Sorgen über Unternehmensinsolvenzen – d.h. den Verlust von Arbeitsplätzen – nehmen zu, und der geringere Spielraum der öffentlichen Haushalte könnte Zweifel an der versprochenen staatlichen Unterstützung wecken, die den Strukturwandel im Zusammenhang mit der grünen Transformation abfedern soll. Daher könnten die privaten Haushalte vorsichtiger sein als in diesem Jahr. Darüber hinaus legen Standardmodelle der makroökonomischen Theorie wegen des starken Zinsanstiegs der letzten beiden Jahre eine Erhöhung der Sparquote um gut $\frac{1}{2}$ %-Punkt nahe. Insgesamt dürfte die Sparquote leicht ansteigen.

⁸ Deutsche Bundesbank (2023). Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Vermögensbefragung 2021. Monatsbericht. April.

⁹ Deutsche Bundesbank (2015). Das Spar- und Anlageverhalten deutscher Haushalte vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds. Monatsbericht. Oktober.

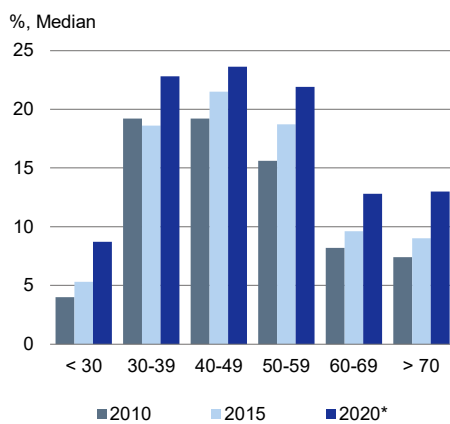


Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

Längerfristig könnte sich der demografische Wandel auf das Sparen der Haushalte auswirken. Bis 2035 wird die Zahl der Menschen im erwerbsfähigen Alter voraussichtlich um 3,4 Mio. zurückgehen, während die Gruppe der Rentner um 4 Mio. zunehmen wird. Dies ist insofern von Bedeutung, als die 30- bis 59-Jährigen einen wesentlich größeren Teil ihres Einkommens sparen als junge Menschen oder Rentner. Außerdem verfügen sie über das höchste Einkommen. Die künftige Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter könnte durchaus eine höhere Sparquote haben angesichts trüber Aussichten mit Blick auf ihre späteren Alterseinkünfte aus dem staatlichen Rentensystem. Sehr wahrscheinlich wird dieser Effekt durch die steigende Zahl an Rentnern überkompensiert, die im Durchschnitt eine viel niedrigere Sparquote haben werden. Infolgedessen dürfte die Sparquote insgesamt im nächsten Jahrzehnt sinken.

Unterschiedliche Sparquote je nach Altersgruppe

13

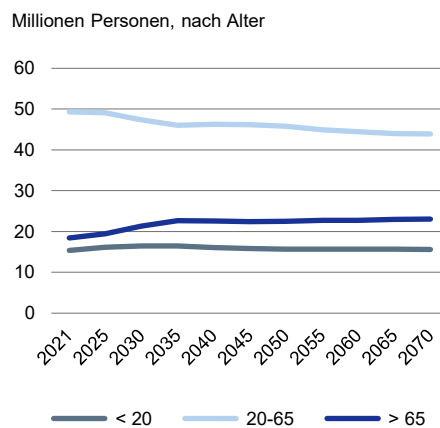


*Beeinflusst durch die Lockdowns während der Corona-Pandemie

Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Bevölkerungsprognose für Deutschland

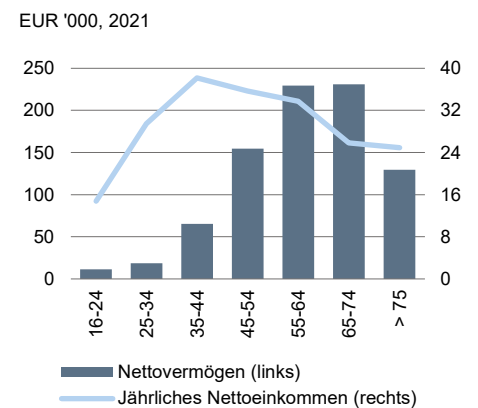
14



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Einkommen und Vermögen nach Alter

15



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Auch andere Faktoren spielen bei der Bestimmung der künftigen Ersparnis eine Rolle. Ein höheres Einkommen oder Vermögen könnte die Sparquote erhöhen, da finanziell stärkere Haushalte dazu neigen, einen höheren Anteil ihres Einkommens zu sparen. Ganz allgemein dürften unterschiedliche Erfahrungen und Möglichkeiten je nach Kohorte zu einem spezifischen Ausgaben- und Sparverhalten führen¹⁰, welches nur schwer vorhersehbar ist.

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

¹⁰ Kaya, Orçun, und Heike Mai (2019). Warum sparen ältere Deutsche? Deutschland-Monitor Finanzen der privaten Haushalte. Deutsche Bank Research. 5. März.



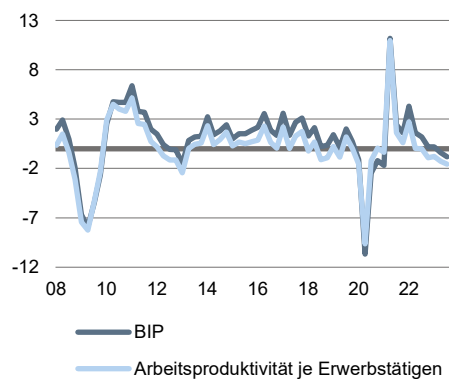
Schwache Konjunktur und strukturelle Hemmnisse bremsen den Arbeitsmarkt

- Die schwache Konjunktur wirkt sich mit Verzögerung am Arbeitsmarkt aus. Die Arbeitslosenquote könnte bis 2024 auf 6% steigen und erst 2025 wieder leicht sinken. Der Beschäftigungsaufwuchs wird zudem von strukturellen Faktoren gebremst und dürfte 2024 nahezu stagnieren.
- In 2024 dürften die tariflichen Lohnsteigerungen mit 5,5% kräftiger ausfallen als in 2023. Für knapp 12 Mio. Beschäftigte laufen die Tarifverträge in 2024 aus und für weitere rund 3,7 Mio. stehen noch Einigungen in den bereits 2023 begonnenen Verhandlungen aus. Insgesamt könnten die Bruttolöhne und Gehälter in 2023 sogar etwa 6% zulegen. In 2024 dürften sie mit gut 5% etwas schwächer wachsen, da der Einfluss der Inflationsprämien geringer ausfallen dürfte.
- Generative KI ist mit großen Schritten auf dem Vormarsch, auch in deutschen Unternehmen. Ein Großteil der Potenziale ist noch nicht realisiert und die Umsetzung dürfte auch noch Zeit benötigen. Laut Umfragen setzen erst 2% der Unternehmen Anwendungen generativer KI zentral ein, 13% planen es. Potenzielle Einsatzfelder reichen unter anderem vom Erkennen und Erstellen von Texten, über externe und interne Chatbots, Wissensmanagement bis hin zur Programmierung von Software.

Reales BIP und Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen

16

% gg. Vj.



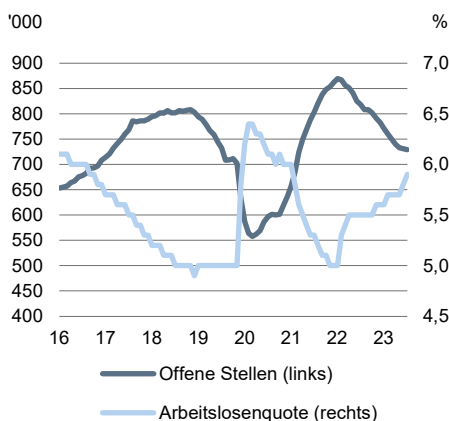
Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Zunehmende Arbeitslosigkeit trotz Fachkräftemangel

Im Allgemeinen ist der Arbeitsmarkt dem Konjunkturzyklus nachlaufend, sodass sich die Auswirkungen der gegenwärtigen wirtschaftlichen Schwächephase erst nach und nach zeigen. Die abnehmende Arbeitsproduktivität deutet auf ein Horten von Arbeitskräften hin, denn passende Qualifikationen sind nach wie vor schwer zu finden. Im Jahresdurchschnitt 2023 dürfte die Arbeitslosenzahl dennoch um gut 190 Tsd. ansteigen, auf 2,6 Mio. Personen. Die Arbeitslosenquote wird auf 5,7% (2022: 5,3%) klettern. Die deutsche Konjunktur wird wahrscheinlich nicht vor dem kommenden Frühjahr anziehen. Nicht zuletzt infolge der verzögerten Reaktion ist daher im Jahresdurchschnitt 2024 ein weiterer Anstieg der Arbeitslosigkeit um rund 150 Tsd. Personen zu erwarten. Erst in H2 2024 dürften die monatlichen Arbeitslosenzahlen in saisonbereinigter Rechnung wieder leicht zurückgehen. Die jahresdurchschnittliche Arbeitslosenquote könnte 2024 auf 6% ansteigen und erst 2025 auf 5,8% sinken.

Schwache Konjunktur hinterlässt Spuren am deutschen Arbeitsmarkt

17



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Die Registrierung ukrainischer Flüchtlinge für den Bezug von Grundsicherung wirkte sich in 2023 auch noch auf die deutsche Arbeitslosenstatistik aus. Aber selbst ohne diesen Faktor wäre die Arbeitslosigkeit spürbar um knapp 150 Tsd. (Stand Nov) angestiegen. Viele ukrainische Staatsbürger absolvierten in 2023 Sprachkurse sowie andere Integrationsmaßnahmen und erscheinen somit in der Unterbeschäftigung (Aug: rd. 378 Tsd.). Arbeitslos gemeldet waren im November 2023 knapp 197 Tsd. ukrainische Staatsbürger.

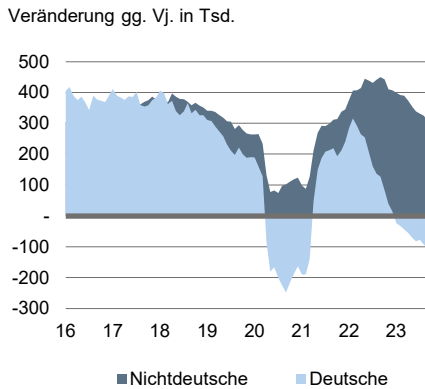
Eine Abschwächung der positiven Arbeitsmarktdynamik spiegelt sich auch in der sinkenden Zahl offener Stelle wider. Bei den Arbeitsagenturen waren im November rund 729 Tsd. Job-Offerten gemeldet. Das immer noch hohe Niveau erscheint jedoch zunehmend eher als Indiz struktureller denn zyklischer Probleme. Ein Großteil offener Stellen wird zudem gar nicht an die Arbeitsagenturen gemeldet. Daher ist die repräsentative Stellenerhebung des IAB ein nützlicher ergänzender Indikator. Danach waren in Q3 2023 sogar rund 1,73 Mio. Stellen offen, jedoch waren es in Q4 2022 noch 1,98 Mio.



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

Erwerbstätigkeit nahezu stagnierend

Aufbau sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung nach Staatsangehörigkeit 18



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research

Arbeitsmarktfrühindikatoren signalisieren vorerst weitere Abschwächung 19



Quellen: ifo, IAB, S&P Global, HCOB, Deutsche Bank Research

Der Aufwuchs sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung, wie auch der Erwerbstätigkeit insgesamt, hat sich im Jahresverlauf 2023 spürbar verlangsamt. In saisonbereinigten Vormonatsvergleich stagnieren beide Größen seit Mitte 2023. Nur dank des dynamischen H1 dürfte die Erwerbstätigkeit im Jahresdurchschnitt 2023 um knapp 0,8% (2022: 1,4%) gewachsen sein. In 2024 ist nur ein minimales Plus von 0,1% zu erwarten. Die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung dürfte in 2023 noch um ¾% expandieren. In 2024 erwarten wir ein jahresdurchschnittliches Wachstum von nur 0,2%, hauptsächlich getrieben vom Basiseffekt des Vorjahres und einer wahrscheinlich leicht anziehenden Beschäftigungsdynamik in H2 2024.

Seit Anfang 2023 wurde der Zuwachs sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung im Vergleich zu den Vorjahresmonaten nur noch von Personen ausländischer Staatsangehörigkeit getrieben. Der Anteil von Personen deutscher Staatsbürgerschaft rutschte dagegen weiter ins Negative (Sep: -106.960, -0,36% gg. Vj.).

Arbeitsmarktfrühindikatoren signalisieren zumindest bis Anfang 2024 eine gedämpfte Einstellungsbereitschaft der Unternehmen. Die wahrscheinlich bis in das späte Frühjahr anhaltende Konjunkturschwäche dürfte die Beschäftigungsentwicklung vorerst stagnieren lassen. Für die Abschwächung des Beschäftigungsaufbaus dürften aber auch strukturelle Faktoren ausschlaggebend sein.

So dürften vor allem sogenannte Matching-Probleme mittelfristig kaum weniger werden. Nach letztem Datenstand lag die durchschnittliche abgeschlossene Vakanzzeit, um eine Stelle zu besetzen, im November bei 154 Tagen (gleit. 12M-Durchschn., Nov 2022: 142 Tage). Trotz schwacher Industriekonjunktur war sie in Produktionsberufen mit zuletzt 212 Tagen noch höher. Scheinbar haben die potenziell vorhandenen Arbeitskräfte nicht die passenden Qualifikationen und/oder sind regional nicht verfügbar. Zudem könnten auch die entsprechenden Anreize für eine Beschäftigungsaufnahme zu schwach sein.

Auf der anderen Seite zeigen Daten der Deutschen Rentenversicherung, dass die „Rente mit 63“ nach wie vor sehr gefragt ist. Damit wird die Erwerbspersonenzahl bereits vor dem eigentlichen Anschwellen der Verrentungswelle der Babyboomer zusätzlich gedämpft.

Fortgesetzt kräftige Tarifabschlüsse zu erwarten

Die Entwicklung der deutschen Löhne und Gehälter in den Jahren 2023 und 2024 ist stark geprägt von der Abfolge kräftiger steuer- und abgabenfreier Inflationsausgleichszahlungen (max. EUR 3.000 in Summe 2023/24) und nachgelagerten dauerhaft wirksamen prozentualen Lohnerhöhungen. Nachlassende Inflationsraten und schwache Konjunktur könnten die Durchsetzung ambitionierter Gewerkschaftsforderungen (z.B. ver.di für Groß- und Außenhandel: +13%, mind. EUR 400/Monat bei 12 Monaten Laufzeit) etwas dämpfen.

Im kommenden Jahr dürften die Tariflöhne (inkl. Einmalzahlungen) mit rund 5,5% deutlich kräftiger zulegen als in 2023 (4,2%). Dafür lassen sich im Großen und Ganzen drei Faktoren identifizieren.

Erstens verzögerten sich im laufenden Jahr die Einigungen in großen Tarifbereichen. Deren Teilergebnisse können erst im Dezember 2023 (9. Dez. Einigung für Öffentlichen Dienst der Länder (o. Hessen)) bzw. hauptsächlich in den Jahren 2024 und 2025 wirksam werden. Letzteres dürfte insbesondere die rund 3,7 Mio. Beschäftigten im Einzel-, Groß- und Außenhandel betreffen. Das sind rund ein Drittel der Beschäftigten, für die in 2023 insgesamt Tarifverhandlungen an-



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

standen. Zweitens wurden insbesondere die kräftigen tabellenwirksamen Anhebungen im Öffentlichen Dienst von Bund und Kommunen (2,4 Mio.) erst für Ende Q1 2024 vereinbart. Zu guter Letzt laufen in 2024 die Tarifverträge für knapp 12 Mio. Beschäftigte aus. Darunter fallen bis zur Jahresmitte Schwergewichte, wie die Chemische Industrie, die Leiharbeit oder das Bauhauptgewerbe. Die Verhandlungen in der Metall- und Elektroindustrie bzw. im Öffentlichen Dienst von Bund und Gemeinden stehen erst in Q4 2024 und Q1 2025 an. Eine genauere Übersicht gibt Tabelle 20.

Tarifverhandlungen in ausgewählten* Branchen

20

| Tarifbereich | Kündigungstermin | Beschäftigte |
|---|------------------|--------------|
| Einzelhandel | laufend | 2.623.200 |
| Groß- und Außenhandel | laufend | 1.175.000 |
| Holz und Kunststoff verarbeitende Industrie | laufend | 178.900 |
| Bewahrungsgewerbe | 31. Dez. 23 | 154.900 |
| Druckindustrie | 29. Feb. 24 | 108.552 |
| Bauhauptgewerbe | 31. Mrz. 24 | 731.000 |
| Hotel- und Gaststättengewerbe (Bayern) | 31. Mrz. 24 | 182.400 |
| Zeitarbeit (BAP, iGZ) | 31. Mrz. 24 | 700.000 |
| Privates Verkehrsgewerbe (NRW) | 30. Apr. 24 | 176.000 |
| Private und öffentliche Banken | 31. Mai. 24 | 205.000 |
| Hotel- und Gaststättengewerbe (u.a. NRW) | 31. Mai. 23 | 175.000 |
| Chemische Industrie | 30. Jun. 24 | 586.800 |
| Metall- und Elektroindustrie | 30. Sep. 24 | 3.639.000 |
| Maler- und Lackiererhandwerk | 30. Sep. 24 | 130.600 |
| Hotel- und Gaststättengewerbe (BW) | 30. Sep. 24 | 100.000 |
| Privates Verkehrsgewerbe (Bayern) | 30. Nov. 24 | 132.000 |
| Volkswagen AG | 30. Nov. 24 | 100.100 |
| Gebäudereinigerhandwerk | 31. Dez. 24 | 489.300 |
| Öffentlicher Dienst (Bund und Gemeinden) | 31. Dez. 24 | 2.875.900 |
| Deutsche Post AG | 31. Dez. 24 | 160.000 |
| Versicherungsgewerbe | 31. Mrz. 25 | 169.900 |
| Deutsche Bahn AG | 31. Mrz. 25 | 180.000 |

*Verhandlungen für mehr als 100.000 tariflich gebundene Beschäftigte, Termine 2024 und 2025 vorläufig

Quellen: WSI-Tarifarchiv, Deutsche Bank Research

Da die steuer- und abgabenfreien Inflationsausgleichszahlungen auch außerhalb der laufenden Tarifvereinbarungen gezahlt wurden, könnten die Effektivverdienste (Bruttolöhne und Gehälter je Arbeitnehmer) in 2023 sogar etwa 6% zulegen. Im Jahr 2024 dürfte sie mit gut 5% etwas schwächer wachsen, da der Einfluss der Inflationsprämien wahrscheinlich schwächer ausfallen wird. Ein Großteil des maximal möglichen Volumens von EUR 3.000 dürfte bereits in 2023 gezahlt worden sein.

Generative KI mit großen Schritten auf dem Vormarsch

Nach Umfrageergebnissen des Branchenverbandes Bitkom (16. Nov. 2023) haben bereits 34% der Deutschen den KI-Chatbot ChatGPT benutzt. Ein Jahr nach dessen Erscheinen haben mehr als drei Viertel zumindest schon von ihm gehört oder gelesen. Knapp ein Viertel der Befragten gaben an, ChatGPT weiterhin häufig oder wenigstens selten zu nutzen. Noch scheint die große Mehr-



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

heit (82%) diese Anwendung generativer KI vor allem privat zu nutzen. Allerdings verwendenden sie 50% der Befragten auch beruflich, 1/3 allerdings ohne das Wissen des Arbeitgebers! Diese Zahlen sind nur stellvertretend für die rasante Ausbreitung der sogenannten „Large language models“.

Gerade diese starke Dynamik befeuert immer wieder die Frage nach den Substitutionspotenzialen verschiedener menschlicher Aufgaben. Um physische menschliche Arbeit zu ersetzen bzw. zu automatisieren bedarf es der zeitintensiven Installation von Robotern oder anderer kapitalintensiver Anlagen. Im Gegensatz dazu dürften sich mit Anwendungen generativer-KI Automatisierungspotenziale – wenn auch andere als physische Arbeit – schneller, flexibler und kostengünstiger heben lassen.

Daher ist nicht nur in deutschen Unternehmen eine zunehmende Nutzung zu erwarten. In den kommenden Jahren könnte dadurch auch ein Teil des demografisch bedingten Arbeitskräftemangels gedämpft werden. Folgende Zahlen deuten auf noch ein großes ungenutztes Potenzial: Laut Bitkom (14.Sep. 2023) setzen in Deutschland erst 2% generative KI zentral im Unternehmen ein, weitere 13% planen dies. Knapp ein Viertel hat zwar noch keine Pläne zur Verwendung, kann sich dies aber grundsätzlich vorstellen. Ebenso viele konnten sich dies – zumindest gegenwärtig – aber auch noch nicht vorstellen. Ergebnisse des internationalen „Nash Squared Digital Leadership Report“ zeigen, dass Pilotversuche insbesondere auf das Erstellen von Dokumenten (Marketing, interne Dokumentationen, Recherchieren), die Interaktion mit Kunden (Chatbots) wie auch der Mitarbeiter (HR, Helpdesk) oder das Erzeugen und Testen von Software abzielen. Auch diese Befragung zeigt, dass etwa 1/3 bis 40% der befragten Unternehmen den Einsatz generativer KI in den genannten Feldern noch nicht in Betracht gezogen haben.

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

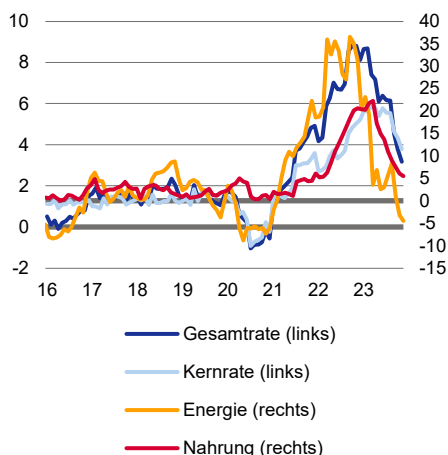


Die Disinflation dürfte sich 2024 fortsetzen, aber die Löhne könnten die Kerninflation hochhalten

Der Jahresteuerungsdruck hat spürbar nachgelassen

21

% gg. Vj.



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

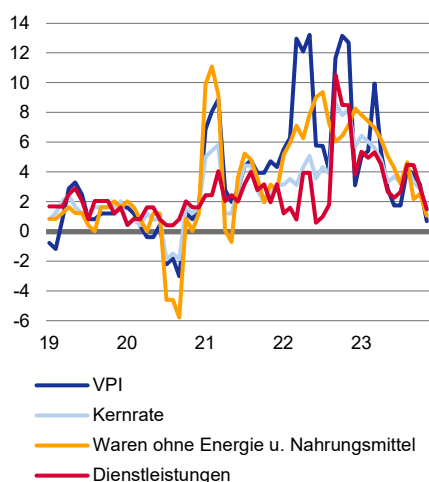
- Die Inflationsrate hat sich im Laufe des Jahres 2023 deutlich abgeschwächt. Zudem dürften die vorherrschenden disinflationären Kräfte in den Jahren 2024/25 zu einem weiteren Rückgang bei der Gesamtinflation führen. Wir erwarten, dass die Gesamtinflation bis Anfang 2025 vorübergehend nahe an die 2%-Marke herankommen – oder diese sogar unterschreiten – könnte, ehe sie sich bis Ende 2025 bei etwa 2,5% einpendeln dürfte.
- Die von uns projizierte Disinflation dürfte von einer rückläufigen Preisentwicklung bei der Energie, Nahrungsmitteln und den Kerngütern getragen werden, wohingegen die Dienstleistungspreisinflation auf einem hohen Niveau verbleiben dürfte. Die jüngste Abwärtsüberraschung bei den Verbraucherpreisen im November hat jedoch die Hoffnung geweckt, dass die (Kern- und Dienstleistungspreis-) Inflation schneller als von uns erwartet zurückgehen könnte.
- Unserer Ansicht nach bleibt es aber noch abzuwarten, ob die November-Zahlen bereits den Beginn eines umfassenderen Disinflationsprozesses im Dienstleistungssektor eingeläutet haben oder es sich nur um einen „positiven“ Ausreißer nach unten gehandelt hat. Denn die hohen Lohnabschlüsse deuten weiterhin darauf hin, dass die Dienstleistungspreisinflation noch für längere Zeit auf einem unerwünscht hohen Niveau verbleiben könnte.

2023 im Rückspiegel: Ausgeprägte Disinflation dank dämpfender Preisentwicklung bei Energie und Nahrungsmitteln

Auch der monatliche (annualisierte) Preisdruck hat nachgelassen

22

% annualisiert (gleitender 3-Monatsdurchschnitt) (auf Basis saisonbereinigter Daten)



Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Die Gesamtinflation (nationaler Verbraucherpreisindex; VPI) hat sich im Laufe des Jahres 2023 im Vorjahresvergleich deutlich verlangsamt. Auch die Kerninflation hat mittlerweile ihren in der ersten Jahreshälfte erreichten Höchststand von 5,8% deutlich unterschritten. Der ausgeprägte Rückgang der Gesamtinflation von 8,7% im Januar auf „nur“ noch 3,2% im November war die Folge von a) beträchtlichen (statistischen) Basiseffekten sowie b) einer breit angelegten Abschwächung bei der monatlichen Preisentwicklung. Angesichts der niedriger als erwarteten November-Inflation, die etwa 0,3 Prozentpunkte unter den Markterwartungen gelegen hat, ist die Hoffnung aufgekommen, dass die Disinflation noch stärker an Fahrt gewinnen könnte.

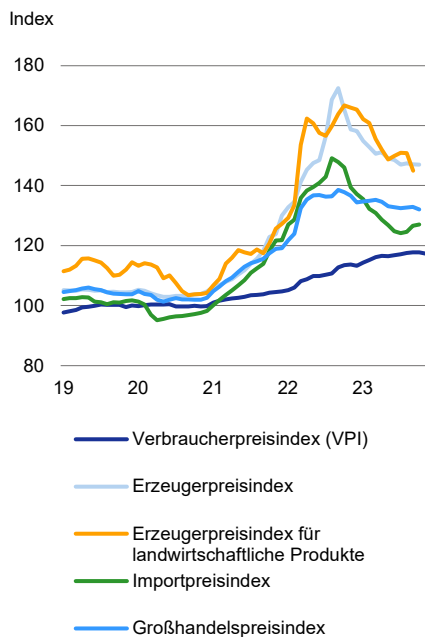
Ein Blick auf die zugrunde liegenden disinflationären Kräfte zeigt, dass die Energie- und Lebensmittelpreise – welche die Gesamtinflation im Oktober/November 2022 noch auf ein Krisenhoch von 8,8% katapultiert hatten – etwa zwei Drittel des diesjährigen Rückgangs bei der Inflation erklären. Während sich die (im Vorjahresvergleich gemessene) Nahrungsmittelpreisinflation von einem äußerst hohen Wert von 22,3% im März auf „nur“ noch 5,5% im November verlangsamt hat, liegt die Energiepreisinflation sogar seit Oktober im negativen Bereich. Angesichts eines Rückgangs der Energiepreise um 4,5% gg. Vj. im November dämpft die VPI-Energiepreiskomponente die VPI-Gesamtinflation derzeit um gute 0,3 Prozentpunkte. Es sind jedoch nicht nur die Energie- und Nahrungsmittelpreise, die zu der aktuellen Disinflation beigetragen haben. Denn auch die sogenannten „Kerngüterpreise“ – d.h. die Preise für Industriegüter (ohne Energie und Nahrungsmittel) – sowie die Dienstleistungspreise trugen zu dem Inflationsrückgang bei (wenngleich letztere dies in geringerem Maße taten). Während die Kerngüterpreisinflation auf mittlerweile „nur“ noch 4,5% gg. Vj. gefallen ist (ausgehend von einem Höchststand von 7,5% gg. Vj. im März), zeigte sich bei der Dienstleistungspreisinflation ein unerwartet starker Rückgang von



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

Die Preisrückgänge auf den vorgelagerten Stufen deuten auf einen weiteren Inflationsrückgang hin

23



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Dezember-Ausblick: Energiepreis-Basiseffekte dürften Jahresteuerrate noch einmal vorübergehend ansteigen lassen

Im letzten Monat des Jahres 2023 könnten statistische Basiseffekte dafür sorgen, dass der zugrunde liegende Disinflationprozess temporär angehalten (aber nicht gestoppt) wird. Diese inflationserhöhenden Basiseffekte ergeben sich aus der letztjährigen Dezember-Soforthilfe, die damals die in der amtlichen Statistik gemessenen Preise für Gas- und (Fern-) Wärmekunden künstlich gedrückt hatten. In diesem Zusammenhang schätzen wir, dass die Energiepreisinflationsrate im Dezember mit rund +5% gg. Vj. vorübergehend wieder positiv werden könnte. Während die oben genannten Basiseffekte (von geschätzt 0,7 Prozentpunkten) die VPI-Gesamtinflationsrate temporär auf etwa 3,8% anheben könnte, dürfte die Kerninflationsrate das Jahr 2023 auf einem etwas niedrigeren Stand von etwa 3,5% beenden. Ebenso dürfte die Lebensmittelpreisinflation weiterhin moderat auf rund 5,1% zurückgehen. Auf Grundlage der obigen Dezember-Schätzwerte würde die Gesamtinflationsrate (Jahresdurchschnittswert) im Jahr 2023 auf 6,0% absinken (2022: 6,9%). Die Kerninflation würde allerdings im Jahresdurchschnitt 2023 noch immer auf recht hohen 5,1% liegen (2022: 3,8%).

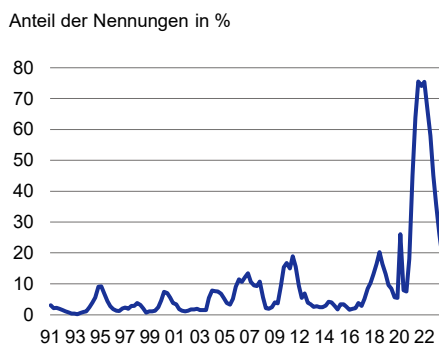
Kernrate: Preise für Industriegüter könnten weiter sinken, ...

Im Folgenden erörtern wir die sich über den Prognosezeitraum ergebenden Aussichten für die einzelnen Preiskomponenten im VPI-Warenkorb. Zunächst einmal dürfte sich die Inflationsrate für die sogenannten „Kerngüter“ – die etwa 31,8% des gesamten VPI-Warenkorbes bzw. 38,7% des Kern-VPI-Warenkorbes ausmachen – weiter abschwächen. In diesem Zusammenhang sei erwähnt, dass sich die Erzeuger-/Einfuhr- sowie die Großhandelspreisindizes bereits um fast 15% bzw. 5% gegenüber ihren krisenbedingten Höchstständen ermäßigt haben. Wir gehen davon aus, dass diese Preisrückgänge in einen noch deutlicheren Rückgang der „Kernwaren“-Inflation führen werden. Darüber hinaus haben sich die Engpässe auf der Angebotsseite in der Industrie weiter zurückgebildet. Der prozentuale Anteil derjenigen Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe, die unter Material- bzw. Ausrüstungsengpässen leiden, ging im Oktober weiter zurück – und zwar auf „nur“ noch 18,2% von zuvor 24,0% im September. Zum Vergleich: Zum Jahresanfang 2023 lag der Anteil noch bei fast 50% und während der Pandemie sogar Spitzenwerten von mehr als 80% (siehe [ifo-Institut](#)). Doch damit nicht genug: Auch die Verkaufspreiserwartungen lassen eine weitere Verlangsamung der „Kernwaren“-Inflation vermuten. So erwarten im Saldo mittlerweile deutlich weniger Industrieunternehmen sowie Einzelhändler (im Nicht-Nahrungsmittelbereich) einen weiteren Preisanstieg in den nächsten drei Monaten (siehe [ifo-Institut](#)). Auf Basis einer einfachen Regressionsanalyse (mit Zeitreihen ab dem Jahr 2005) legen die aktuellen Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen eine „Kernwaren“-Inflation in der Spanne von 0,9% bis 2,3% nahe. Dies wäre erheblich niedriger als der November-Ist-Wert von 4,5%.

Allerdings könnte von der Erhöhung/Ausweitung der Lkw-Maut neuer Aufwärtsdruck auf die „Kernwaren-Preise“ ausgehen. Denn aufgrund der Einführung eines CO₂-Zuschlags auf die Maut für schwere Lkw (Einführung am 1. Dezember 2023) sowie der geplanten späteren Maut-Ausweitung auf Lkw mit einem Gewicht von mehr als 3,5 Tonnen (ab 1. Juli 2024) dürfte es im Jahr 2024 zu einer

Knappeit von Vorprodukten im Verarbeitenden Gewerbe

24



Quelle: ifo

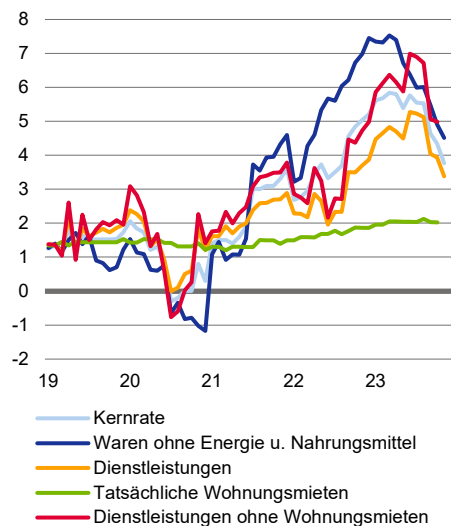


Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

Die Kerninflationsrate ist im November auf 3,8% gefallen

25

% gg. Vj.

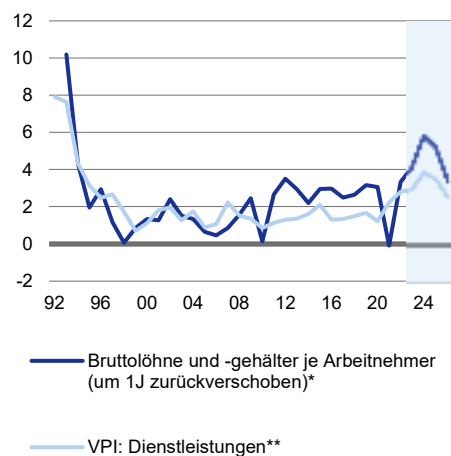


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die kräftigen Lohnanstiege dürften die Dienstleistungspreis-inflation hoch halten

26

% gg. Vj.



* Prognosen für 2023-26: Gemeinschaftsdiagnose
** 2023-26: Indikative Werte auf Basis einer einfachen Regression

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

zusätzlichen (jährlichen) Steuerbelastung von rund EUR 7 Mrd. kommen, was letztlich auch zu höheren Verkaufspreisen führen könnte (siehe [tagesschau.de](https://www.tagesschau.de)).¹¹ Während das Transportgewerbe bereits davor gewarnt hat, dass die Lkw-Maut-Erhöhung die Produktpreise um bis zu 4% nach oben treiben könnte, geht die Bundesregierung davon aus, dass sich die preissteigernde Wirkung auf geringe 0,1% belaufen könnte – sofern die Firmen die zusätzlichen Kosten vollumfänglich an die Endverbraucher weitergeben würden (siehe auch [Zeit Online](https://www.zeitonline.de)).

... aber die Dienstleistungspreis-inflation dürfte aufgrund des starken Lohnwachstums erhöht bleiben

Im Vergleich zur Preisdynamik bei den „Kernwaren“ ist der Ausblick bei der Dienstleistungspreis-inflation wesentlich unsicherer. Ein großer Teil dieser Unsicherheit hängt mit dem Ausmaß möglicher Zweitrundeneffekte im Zuge des starken Lohnwachstums zusammen. Darüber hinaus deuten Pressemeldungen darauf hin, dass eine Reihe von Dienstleistungsunternehmen – wie z.B. im Bereich der Versicherungswirtschaft, der Autowerkstätten oder des Handwerks – die Preise (weiter) spürbar anheben könnten, um ihre steigenden Kosten auszugleichen. Zudem könnte aufgrund des zunehmenden fiskalischen Drucks die Gemeindeebene ihre staatlich administrierten Preise stärker anheben.

Auch wenn sich der Teuerungsdruck bei den Dienstleistungspreisen noch ein wenig mehr abschwächen könnte, dürfte der Rückgang schon bald auf Niveau von etwas über 3% zum Erliegen kommen. Diese Einschätzung beruht auf der Überlegung, dass a) die Dienstleistungspreise tendenziell langsamer auf Preishocks reagieren als die „Kernwaren“, was nahelegt, dass der Überwälzungsprozess zwischen Kosten und Preisen noch nicht vollständig abgeschlossen sein könnten (siehe auch die Argumentation des [Sachverständigenrates](https://www.sachverständigenrat.de) in seiner jüngsten Konjunktur-analyse), und b) die (verzögerten) Auswirkungen des starken Lohnwachstums in den Jahren 2023/24 auch in den kommenden zwei Jahren noch für einen gewissen Aufwärtsdruck bei den Dienstleistungspreisen sorgen dürften. Zwar deutet auf der einen Seite eine einfache Regressionsanalyse auf Basis der Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen – die laut ifo-Umfragewerten nach wie vor deutlich erhöht sind – auf einen kurzfristigen Rückgang der Dienstleistungspreis-inflation auf etwa 2,5% gg. Vj. hin. Allerdings zeigen auf der anderen Seite ähnliche – auf Basis des Anstiegs der Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer¹² basierende – Regressionsanalysen eine höhere Dienstleistungspreis-inflation von ungefähr 3,9% im Jahr 2024 bzw. 3,5% im Jahr 2025 an.

Neben dem starken Lohnwachstum dürfte ein zusätzlicher Aufwärtsdruck von den bereits beschlossenen Steuerrechtsänderungen ausgehen. So entschied sich die Regierung dazu, den Mehrwertsteuersatz auf Speisen im Restaurant zum Jahresanfang 2024 wieder auf den Standardsatz von 19% (von zuvor 7%) anzuheben. In Anbetracht der Tatsache, dass die Dienstleistungen des Gaststättengewerbes im VPI-Warenkorb ein Gesamtgewicht von etwa 3,7% einnehmen, und gegeben die Annahme, dass das Gaststättengewerbe in der Lage (bzw. gezwungen) wäre, die erhöhte Mehrwertsteuer vollumfänglich an die Verbraucher weiterzugeben, könnte die Mehrwertsteuererhöhung in der Summe

¹¹ Konkret beträgt der CO₂-Zuschlag auf die Lkw-Maut EUR 200 pro Tonne CO₂. Während das [Bundesministerium für Digitales und Verkehr](https://www.bundesministerium.de) für den Zeitraum 2024-27 staatliche Mehreinnahmen in Höhe von EUR 26,6 Mrd. in Bezug auf die CO₂-Differenzierung im Bereich der Lkw über 7,5 Tonnen prognostiziert, könnten sich die Mehreinnahmen durch die Mautausweitung auf Lkw mit mehr als 3,5 Tonnen im gleichen Zeitraum auf EUR 3,9 Mrd. belaufen (wovon EUR 1,8 Mrd. Euro auf die CO₂-Differenzierung entfallen dürften).

¹² Diese Größenordnungen ergeben sich, wenn man z.B. die Lohnwachstumsprognosen von 5,8% für 2024 und 5,2% für 2025 aus dem September-Bericht der [Gemeinschaftsdiagnose der Konjunkturforschungsinstitute](https://www.gesellschaftsdiagnose.de)) zugrunde legt.



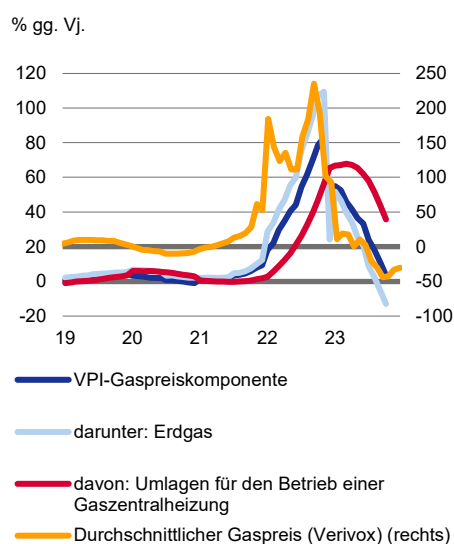
Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

den VPI um bis zu 0,4 Prozentpunkte erhöhen. Da jedoch a) der Anteil der in Restaurants verzehrten Speisen wohl einen geringeren Anteil von „nur“ 2,5% im VPI-Warenkorb ausmachen dürfte und b) die Restaurants angesichts der schwächeren Inlandsnachfrage womöglich „nur“ drei Viertel des Mehrwertsteueranstiegs an die Verbraucher weitergeben könnten, dürfte der VPI-erhöhende Effekt eher in der Größenordnung von etwa 0,2 Prozentpunkten liegen.

Niedrigere Agrargüterpreise sprechen für eine weitere Normalisierung der Lebensmittelpreisinflation

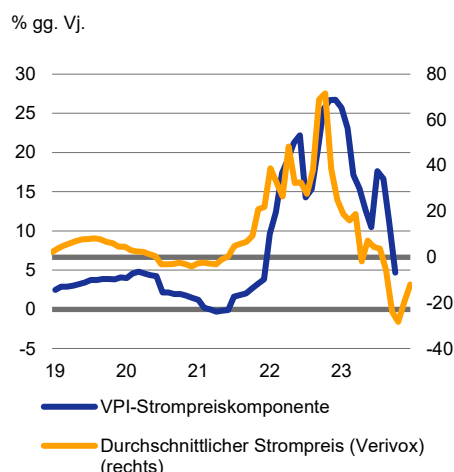
Im Prognosezeitraum könnte ein guter Teil der Disinflation auch von der nachlassenden Dynamik bei den Nahrungsmittelpreisen herrühren. Sinkende Agrargüterpreise auf der vorgelagerten Ebene deuten auf eine weitere Normalisierung der VPI-Nahrungsmittelpreisdynamik hin. In diesem Zusammenhang sei darauf hingewiesen, dass die landwirtschaftlichen Erzeugerpreise im September (letzter verfügbarer Datenpunkt) bereits um 11,5% gegenüber dem Vorjahr gesunken sind, während die VPI-Nahrungsmittelpreise im November noch um 5,5% angestiegen sind. Darüber hinaus zeigt ein Vergleich zwischen dem aktuellen Niveau und dem Höchststand in der Krise, dass die Preise für landwirtschaftliche Erzeugnisse bereits um rund 13% zurückgegangen sind, wohingegen die VPI-Nahrungsmittelpreise bisher um 0,8% und damit nur unwesentlich niedriger liegen als ein Jahr zuvor. Auch wenn mittlerweile im Saldo deutlich weniger Unternehmen davon ausgehen, ihre Nahrungsmittelpreise auch in den nächsten drei Monaten weiter anzuheben, liegen die Verkaufspreiserwartungen im Nahrungsmittelsektor langfristig betrachtet noch immer auf einem hohen Niveau. So gaben im November immerhin noch immer ein Drittel der befragten Unternehmen an, dass sie mit weiteren Preiserhöhungen rechnen. Obwohl diese Zahl bereits deutlich unter den (fast) 100% liegt, die während des Höhepunkts des Energie- und Nahrungsmittelpreisschocks zu beobachten war, liegt sie noch immer fast doppelt so hoch wie der langfristige Vorkrisendurchschnitt (1995-2019) von rund 18%. Angesichts dessen gehen wir davon aus, dass sich die Nahrungsmittelpreis-inflation von schätzungsweise 12,5% im Jahr 2023 auf durchschnittlich rund 3,4% im Jahr 2024 und 2,7% im Jahr 2025 abschwächen dürfte.

VPI-Gaspreiskomponenten vs. aktueller Durchschnittstarif für Gas (Verivox) **27**



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

VPI-Strompreiskomponente vs. aktueller Durchschnittstarif für Strom (Verivox) **28**



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

Trotz Wiederanhebung des MwSt-Satzes auf Gas, dem Ende der Energiepreisbremsen und einem höheren nationalen CO₂-Preis ...

Angesichts der fiskalischen Herausforderungen nach dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur Schuldenbremse hat die Bundesregierung angekündigt, die Energiepreisbremsen (für Strom, Gas und Fernwärme) bereits zum Ende dieses Jahres (und nicht erst Ende März 2024) auslaufen zu lassen. Trotz der hohen Unsicherheiten, die sich mit Blick auf a) die damit einhergehenden Preiseffekte und b) die spezifische Berücksichtigung dieser Änderungen durch das Statistische Bundesamt ergeben, rechnen wir damit, dass der mit dem vorzeitigen Auslaufen der Energiepreisbremsen verbundene Rückpralleffekt die (jahresdurchschnittliche) VPI-Inflationsrate im Jahr 2024 um lediglich rund 0,1 Prozentpunkte erhöhen dürfte (im Vergleich zum kontrafaktischen Szenario mit einem Weiterlaufen der Energiepreissubventionen bis zum Frühjahr 2024). Im Jahr 2025 dürfte die vorzeitige Beendigung der Energiesubventionen die VPI-Inflationsrate hingegen in der gleichen Größenordnung nach unten ziehen (wiederum im Vergleich zum kontrafaktischen Szenario).

Unsere Einschätzung, dass der Inflationseffekt im Jahresdurchschnitt 2024 nur gering ausfallen könnte, lässt sich dadurch erklären, dass die aktuellen (Neuvertrags-) Tarife die derzeit noch gültigen Energiepreisobergrenzen (auf 80% des

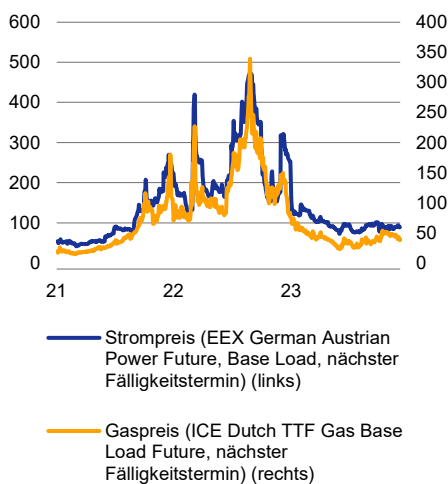


Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

Die Future-Preise sind gegenüber ihren Höchstständen deutlich gefallen

29

EUR/MWh



Quellen: WEFA, Haver Analytics, ICE, EEX, Deutsche Bank Research

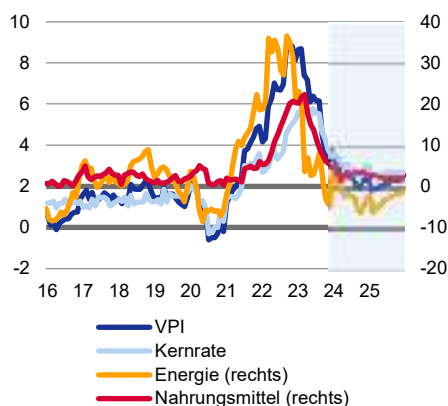
Gas- und Stromverbrauchs eines Haushalts) schon wieder unterschritten haben.¹³ Da sich darüber hinaus die niedrigeren Großhandelspreise auch allmählich in weiter rückläufigen Markttarifen niederschlagen dürften, könnten die Gas- und Strompreise im Prognosezeitraum für die privaten Verbraucher weiter sinken. Dennoch dürften die durchschnittlichen Bestandstarife – die wohl für die offiziellen Preisstatistik maßgeblich sind (und die möglicherweise noch teurere längerfristige Verträge enthalten, die auf dem Höhepunkt der Energiekrise abgeschlossen wurden) – immer noch über den staatlichen Preisobergrenzen liegen. Dies dürfte vermutlich mehr bei Gas als bei Strom der Fall sein. Außerdem muss berücksichtigt werden, dass ein Teil des Preisanstieges erst im Jahr 2025 über die „indirekte“ und zeitverzögerte VPI-Komponente für die Kosten einer Gaszentralheizung (für Mieter) erfolgen dürfte. Aufgrund der besonderen Behandlung der Gaspreisentwicklung in der amtlichen Preisstatistik dürfte der für Anfang 2024 erwartete Gaspreissprung demnach über den Zeitraum 2024-25 geglättet werden.

Zusätzlicher Aufwärtsdruck bei den Energiepreisen dürfte von der Entscheidung der Regierung ausgehen, ab dem 1. Januar 2024 wieder zum regulären Mehrwertsteuersatz auf Gas und (Fern-) Wärme in Höhe von 19% zurückzukehren (derzeit noch 7%). Bei einer vollständigen Preisweitergabe dürfte dies die VPI-Inflationsrate im Jahr 2024 um etwa 0,1 Prozentpunkte erhöhen (im Vergleich zum kontrafaktischen Szenario ohne eine Wiederanhebung der Mehrwertsteuer). Und schließlich dürfte noch die geplante Erhöhung des nationalen CO₂-Preises von derzeit EUR 30 EUR auf EUR 40 pro Tonne die Preise für Benzin, Diesel, Heizöl und Gas zum Jahresanfang 2024 verteuern. Wir schätzen, dass dieser CO₂-Preiseffekt die VPI-Gesamtinflationsrate 2024 um etwa 0,1 Prozentpunkte anheben dürfte. Ein Effekt in der gleichen Größenordnung dürfte im Jahr 2025 folgen. Bis dahin soll nämlich der nationale CO₂-Preis weiter auf EUR 50 pro Tonne ansteigen.

Der Jahreststeuerungsdruck hat sich deutlich abgeschwächt

30

% gg. Vj.



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

... dürften die VPI-Energiepreise 2024/25 dank der niedrigeren Großhandelspreise für Öl, Strom und Gas rückläufig sein

Ungeachtet a) der oben genannten preissteigernden staatlichen Maßnahmen und b) der damit verbundenen Unsicherheiten hinsichtlich der Preisweitergabe/Berücksichtigung in der amtlichen Preisstatistik gehen wir davon aus, dass die (jahresdurchschnittliche) VPI-Energiepreiskomponente in den Jahren 2024/25 moderat zurückgehen dürfte – möglicherweise im Bereich von 2,0-2,5% pro Jahr. Diese Einschätzung beruht jedoch auf der entscheidenden Annahme, dass sich die Großhandelspreise für Rohöl, Erdgas und Strom entlang der aktuellen Future-Preiskurven bewegen und damit auf Niveaus verbleiben, die deutlich unter den jeweiligen Krisenhochs liegen. Ein erneuter sprunghafter Anstieg der Energiepreise – der eindeutig ein Aufwärtsrisiko bleibt – könnte somit zu einer Verschlechterung des Inflationsumfelds führen.

Fazit

Unserer Ansicht nach dürften die vorherrschenden disinflationären Kräfte zu einem weiteren Rückgang der Gesamtinflationsrate im Zeitraum 2024-25 führen. Konkret gehen wir davon aus, dass sich die Gesamtrate bis Anfang 2025 vorübergehend der 2%-Marke annähern – oder diese sogar unterschreiten – könnte, ehe sie sich bis Ende 2025 bei etwa 2,5% einpendeln dürfte. In einer

¹³ Laut der Preisvergleichsplattform Verivox sind die aktuellen (Neuvertrags-) Tarife für Strom und Gas bereits auf 38,09 bzw. 11,40 Cent pro Kilowattstunde (Dezember-Werte) gesunken, sodass sie mittlerweile wieder rund 29,2% bzw. 47,6% unter ihren Spitzenwerten aus dem vergangenen Jahr liegen. Ebenso liegen sie bereits rund 5% unter den noch gültigen staatlichen Preisobergrenzen von 40 und 12 Cent pro Kilowattstunde.

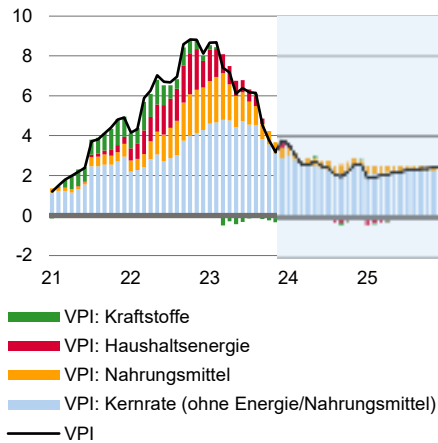


Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

VPI-Gesamtinflationsrate dürfte weiter absinken und könnte sich bis Ende 2025 bei etwa 2,5% einpendeln

31

% gg. Vj. bzw. Beiträge in Prozentpunkten



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

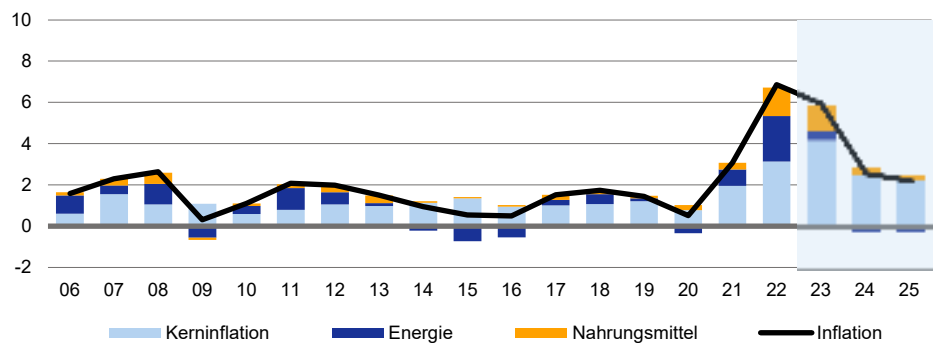
Jahresdurchschnittsbetrachtung würde dies in einer Gesamtinflationsrate von 2,6% im Jahr 2024 und 2,2% im Jahr 2025 münden. Die Kerninflation könnte entsprechend auf 3,1% bzw. 2,7% absinken.

Die von uns projizierte Disinflation dürfte von einer rückläufigen Preisentwicklung bei der Energie, Nahrungsmitteln und den Kerngütern getragen werden, wohingegen die Dienstleistungspreis-inflation auf einem hohen Niveau verbleiben könnte. Die jüngste Abwärtsüberraschung bei den Verbraucherpreisen im November hat jedoch Hoffnungen geweckt, dass die (Kern- und Dienstleistungspreis-) Inflation schneller zurückgehen könnte als wir es derzeit erwarten. Unserer Ansicht nach bleibt es aber noch abzuwarten, ob die November-Zahlen bereits den Beginn eines umfassenderen Disinflationsprozesses im Dienstleistungssektor eingeläutet haben oder es sich nur um einen „positiven“ Ausreißer nach unten gehandelt hat. Denn die hohen Lohnabschlüsse deuten weiterhin darauf hin, dass die Dienstleistungspreis-inflation noch für längere Zeit auf einem unerwünscht hohen Niveau verbleiben könnte.

Die VPI-Inflationsrate könnte auf 2,6% im Jahr 2024 und 2,2% im Jahr 2025 zurückgehen

32

% gg. Vj. bzw. Wachstumsbeiträge zur Jahresrate in Prozentpunkten



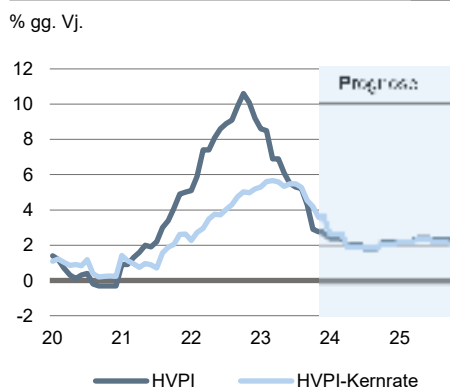
Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

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



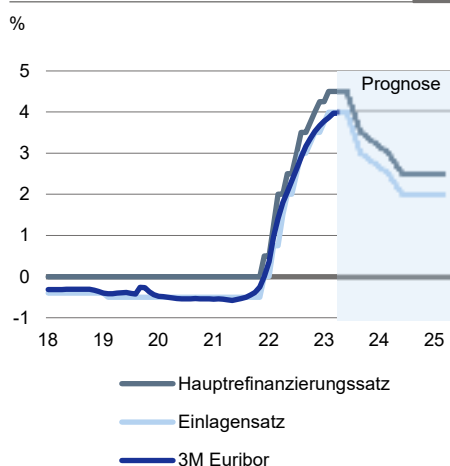
EZB: Früher, schneller, weiter, kühner

Inflation strebt zügig auf EZB-Zielwert zu **33**



Quellen: Deutsche Bank Research, EuroStat

EZB-Leitzinsen und Prognose **34**



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Wir tendieren nun zu einer zunehmend „dovishen“ Sicht auf die EZB-Geldpolitik. Vor einem Monat haben wir den Zeitpunkt der erwarteten ersten Leitzinssenkung auf den 24. Juni vorgezogen (zuvor 24. September). Vor Kurzem hatten wir die Wachstumsprognose für den Euroraum (BIP 2024: 0,2%) abgesenkt und den Umfang der von uns erwarteten Leitzinssenkungen im Jahr 2024 auf 100 Basispunkte (zuvor 75 Bp.) und bis 2025 auf insgesamt 200 Bp. (zuvor 150 Bp.) ausgeweitet.

Angesichts der jüngsten Inflationsdaten und der Tonalität der offiziellen EZB-Kommentare könnten wir dahingehend zu zaghaft gewesen sein und passen diese Prognose nun weiter an. Die Risiken für frühere und stärkere Zinssenkungen der EZB haben zugenommen. Sie dürfte nun stärker in der Lage sein, sich vom geldpolitischen Zyklus der US-Fed abkoppeln zu können.

Somit ziehen wir den erwarteten Zeitpunkt der ersten Leitzinssenkung auf den 24. April vor und sehen auch ein erhebliches Risiko für einen noch früheren Beginn, bereits am 24. März. Wir gehen nun davon aus, dass die EZB die Leitzinsen im Jahr 2024 sogar um 150 Bp. senken wird, und beginnend mit jeweils 50 Bp. im April und Juni.

In ihrer nächsten Pressekonferenz am 14. Dezember dürfte die EZB einräumen, dass die Inflation schneller als erwartet zurückgegangen ist, sich aber davor hüten, vorschnell den Sieg zu verkünden. Wir gehen davon aus, dass sie an ihrer Guidance festhalten wird, dass ein ausreichend langes Beibehalten der restriktiven Zinssätze die Inflation rechtzeitig wieder auf das Zielniveau bringen wird.

Die EZB dürfte betonen, dass „ausreichend lange“ datenabhängig ist und diese Periode so ausgedehnt oder so kurz sein wird, wie es die Daten eben vorgeben. Sollten die Wirtschaftsdaten in den nächsten Monaten positiv überraschen, könnte die EZB auch noch etwas länger mit der Lockerung warten.

Wenngleich die Daten durchaus volatil sein könnten, glauben wir, dass die Wachstums- und Inflationsindikatoren die EZB weiterhin negativ überraschen werden. Damit würde sich die Tür für Leitzinssenkungen öffnen, möglicherweise schon im März – oder dann zumindest für ein Signal, im zweiten Quartal zu beginnen.

Die jüngsten Äußerungen von Lagarde und Villeroy haben die Möglichkeit eines baldigen Ausstiegs aus den PEPP-Reinvestitionen eröffnet. Auf der Grundlage geordneter Märkte gehen wir von einer Ankündigung im März 2024 und einem schrittweisen Ausstieg ab Q3/24 aus. Wenn die Zinssenkungen voranschreiten, könnte die EZB die ersten Schritte zum Ausstieg aus den PEPP-Reinvestitionen beschleunigen. Wir erwarten, dass der vorzeitige Ausstieg aus dem PEPP am 14. Dezember diskutiert wird. Die internen Arbeitsgruppen könnten auch damit beauftragt werden, die Optionen im Vorfeld einer Entscheidung im ersten Quartal zu prüfen.

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

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



Neuorientierung des Handels: Wo liegen die zukünftigen Exportmärkte?

- Im Jahr 2024 werden das globale Wachstum und der Handel voraussichtlich nur etwas zunehmen. Infolgedessen dürfte auch das reale und nominale deutsche Exportwachstum nur leicht zulegen.
- Bis 2030 wird die große Abhängigkeit Chinas von den globalen Wertschöpfungsketten wahrscheinlich abnehmen, sowohl durch Handelsumlenkungen als auch durch die Stärkung chinesisch-inländischer Wertschöpfungsketten.
- Wir glauben, dass die wichtigsten zukünftigen Exportmärkte in Europa in Osteuropa liegen, insbesondere in den Visegrad-Ländern. Ein hohes BIP-Wachstum, die weitere Integration in die EU-Wertschöpfungsketten und ein strengerer regulatorischer Rahmen aufgrund von Klimapolitik, ESG und Lieferkettengesetzen sollten die Nachfrage nach deutschen Exporten anregen. Der Exportanteil wird voraussichtlich von 12,3% im Jahr 2023 auf 14% im Jahr 2030 steigen.
- Der Exportanteil Indiens wird wohl ebenfalls deutlich steigen. Bis 2030 könnte sich der Anteil der Warenausfuhren nach Indien von 1,1% auf 2,3% verdoppeln.
- Auch die zehn ASEAN-Länder dürften an Bedeutung gewinnen. Ihr Gesamtausfuhranteil wird bis 2030 voraussichtlich von 1,9% auf 2,5% steigen.

Viel Gegenwind für den Welthandel und die deutschen Exporte

Seit der Finanzkrise hat sich der Anteil des Welthandels mit Waren und Dienstleistungen am globalen BIP mit 30% in etwa seitwärts bewegt. Während die enormen Unterschiede bei den Produktionskosten weiterhin starke Anreize für Investitionen in anderen Regionen der Welt bieten, wird die Globalisierung durch zahlreiche Gegenwinde behindert. Es scheint, dass diese Hindernisse für den Welthandel eher wachsen als schrumpfen. Zu Beginn der Pandemie traten verschiedene Versorgungsengpässe auf. Im Jahr 2020 sank der Anteil des Welthandels vorübergehend auf 27% und die Preise für Rohstoffe, Investitions- und Konsumgüter stiegen stark an. Im Jahr 2021 erholte sich der Welthandel und der Anteil stieg wieder auf 30%. Die strukturelle Elastizität des Welthandels in Bezug auf das globale BIP-Wachstum betrug somit etwa eins. Wir prognostizieren, dass das globale reale BIP im Jahresdurchschnitt 2024 nur um 2,7% wachsen wird, was deutlich unter dem historischen Durchschnitt von 3,6% liegt. Entsprechend dürfte auch der Welthandel mit in etwa 2,7% wachsen.

Während die Versorgungsengpässe abebbten, nahmen die geopolitischen Spannungen seit Jahren zu. Die USA haben die Zölle erhöht, Exportkontrollen und Investitionsbeschränkungen eingeführt und Abkopplungsprozesse eingeleitet, die vor allem den High-Tech-Sektor betreffen. Auch Chinas „Dual Circulation“ Strategie zielt darauf ab, unabhängiger vom Westen zu werden. Darüber hinaus ist die China-plus-eins-Strategie bei Wirtschaftsführern beliebt und die EU hat eine De-Risking-Strategie verabschiedet. Dieser Gegenwind hat sich bereits auf die deutschen Exporte ausgewirkt. Der Anteil Chinas an den gesamten deutschen Warenexporten sank drei Jahre in Folge, von 7,9% im Jahr 2020 auf 6,2% im Jahr 2023. Dabei stiegen in den Jahren 2021 und 2022 die Warenexporte nach China weiter an, während sie 2023 um rund 8% zurückgingen. Dabei fielen die Exporte von Kraftfahrzeugen und chemischen Erzeugnissen mit rund 15% besonders stark.

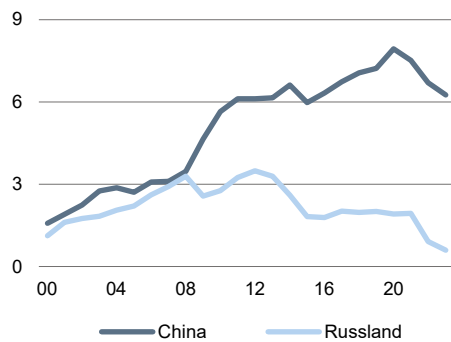


Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

2000-2023: Güterexporte nach China und Russland

35

Anteil in % relativ zu allen Güterexporten



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Diese Entwicklungen sind natürlich nicht nur geopolitisch bedingt, sondern auch durch die strukturellen wirtschaftlichen Herausforderungen Chinas, wie Insolvenzen im Immobiliensektor, eine schrumpfende Erwerbsbevölkerung und eine hohe private und öffentliche Verschuldung. Infolgedessen erwarten wir, dass der Exportanteil Chinas weiter sinken wird. Wir gehen davon aus, dass sich der Exportanteil zwischen 3% und 5% der gesamten Warenexporte stabilisieren wird, da deutsche Unternehmen insbesondere im Maschinenbau, in der Chemie und in der Pharmabranche die Weltmärkte prägen, dürfte der Anteil nicht noch weiter absinken. Der geringere Exportanteil muss aber nicht bedeuten, dass die zweitgrößte Volkswirtschaft für deutsche Unternehmen an Bedeutung verliert. Analysen des Kieler Instituts für Weltwirtschaft zeigen, dass der Rückgang der Exporte in den letzten Jahren stark mit der Produktionssteigerung deutscher Unternehmen in China zusammenhing. Ein großer Teil der Gewinne deutscher Unternehmen in China wird dann dort reinvestiert. Dies hat bereits zu einem Anstieg der deutschen Primäreinkommen aus China in der Leistungsbilanz geführt.

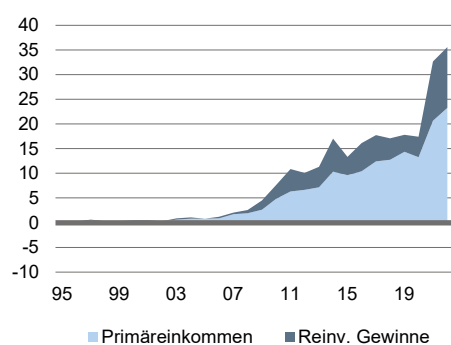
Eine Abkoppelung findet auch mit Russland statt. Der Exportanteil Russlands erreichte 2012 einen Höchststand von 3,5% und sank bis 2021 auf 1,9%; die Sanktionen ließen ihn bis 2023 auf 0,6% einbrechen. Vor allem die Ausfuhren von Chemikalien, Maschinen und Autos wurden fast vollständig eingestellt. Im Jahr 2023 sind auch die Ausfuhren von Arzneimitteln zurückgegangen. Ihr Niveau ist jedoch fast das gleiche wie 2019, es handelt sich also eher um eine Normalisierung aufgrund des Endes der Pandemie und nicht um eine Folge der Sanktionen. Im Jahr 2023 sind die Exporte von Nahrungsmitteln und Bekleidung im Vergleich zu 2022 gestiegen. Daher erwarten wir, dass der russische Exportanteil in den kommenden Jahren in etwa auf dem gleichen Niveau bleiben wird.

Wo liegen die Wachstumsmärkte? Indien und ASEAN

Deutsche Firmen profitieren von Produktion in China

36

EUR Mrd.



Quellen: Deutsche Bank Research, Institut für Weltwirtschaft (Vincent Stamer)

Viele geopolitische Analysten verweisen auf Indien und ASEAN. Diese Volkswirtschaften sind in den letzten Jahrzehnten erheblich gewachsen. Im Jahr 2022 lag das Pro-Kopf-BIP in Singapur bei USD 82.800 und in Brunei Darussalam bei USD 37.200. Hier wohnen jedoch weniger als 1% der 680 Millionen Einwohner der zehn ASEAN-Länder. Das BIP pro Kopf aller anderen Länder lag im Durchschnitt bei etwa USD 4.500, was einem Drittel des ärmsten EU-Landes entspricht. Indiens Pro-Kopf-BIP war sogar noch geringer, nämlich nur USD 2.400. Diese Länder haben ein enormes Wachstumspotenzial. Aufgrund der großen und wachsenden Bevölkerung (heute: 1,4 Mrd., 2030 UN-Prognose: 1,5 Mrd.) ist Indien auf dem Weg, bis 2030 die drittgrößte Volkswirtschaft zu werden und Deutschland zu überholen. Dies könnte auch für die ASEAN-Länder insgesamt gelten. Für beide Regionen halten wir es für wahrscheinlich, dass sich die dynamische Wachstumsgeschichte der letzten Jahre fortsetzen wird. Im Jahr 2023 liegen die deutschen Exportanteile Indiens und der ASEAN-Länder nur noch bei 1,1% und 1,9%. In der Summe sind die elf Länder aber fast halb so groß wie China. Von 2021 bis 2023 wuchsen die nominalen Exporte nach Indien im Durchschnitt jährlich um rund 16% und die Exporte in die ASEAN-Staaten um fast 9% (deutsche Exporte insgesamt 4%). Wenn man diese Durchschnittswerte in die Zukunft projiziert, werden die Exportanteile von Indien und ASEAN im Jahr 2030 bei 2,3% bzw. 2,5% liegen. Die Botschaft ist klar: Beide Regionen dürften erheblich an Bedeutung gewinnen. Im Jahr 2030 und darüber hinaus werden diese elf Länder wahrscheinlich ähnlich wichtig oder sogar wichtiger als China sein.



Mehr Exporte nach Europa: Kontinentale Wertschöpfungsketten werden gestärkt

Neben den geopolitischen Entwicklungen gibt es weitere Faktoren, die sich auf den Handel auswirken werden. Die Umsetzung von Klimazöllen (CBAM), die höhere Bedeutung von ESG-Kriterien, Lieferkettengesetze und bestehende Lieferengpässe, insbesondere in der Pharmaindustrie, lassen vermuten, dass kontinentale Wertschöpfungsketten auf Kosten globaler Wertschöpfungsketten an Attraktivität gewinnen werden. Sie bleiben nur im High-Tech-Sektor die Norm, z.B. im Halbleitermarkt, wo der Markt hoch konzentriert ist und keine alternativen Produktionsstandorte zur Verfügung stehen. Angesichts der Digitalisierung der gesamten Wirtschaft ist es unwahrscheinlich, dass die Anwerbung von Fabriken mit hohen Subventionen diese globalen Abhängigkeiten beseitigen kann. Bei vielen Konsum- und Standardindustriegütern könnte die Produktion zunehmend nach Europa verlagert werden. Dies dürfte die Verflechtung mit den europäischen Handelspartnern weiter stärken.

Die deutschen Warenexporte in die EU-Länder machen rund 55% der gesamten Warenexporte aus, ein Plus von 5%-Punkten in den letzten zehn Jahren. Allein die Exporte in die westeuropäischen Länder machten 34% der gesamten Warenausfuhren aus. Das Verhältnis war relativ konstant. Die größte Wachstumsgeschichte liegt in den osteuropäischen Ländern. Die Visegrad-Länder (Tschechische Republik, Ungarn, Polen, Slowakei) sind heute gut in die europäischen industriellen Wertschöpfungsketten integriert. Infolgedessen sind die Exporte in alle vier Länder insgesamt deutlich höher als die Exporte in die USA, Deutschlands Handelspartner Nr. 1 (2023: 12,3% vs. 10,0%). Der Exportanteil in diese Länder hat sich in den letzten 20 Jahren fast verdoppelt. Wir gehen davon aus, dass diese Volkswirtschaften in Bezug auf die BIP-Wachstumsraten weiterhin die westlichen Volkswirtschaften übertreffen. Wenn sich die Trends der Vergangenheit fortsetzen, wird der Exportanteil auf mehr als 14% steigen und die nominalen Exporte in die Visegrad-Länder werden sich von EUR 144 Mrd. im Jahr 2022 auf mehr als EUR 300 Mrd. im Jahr 2030 mehr als verdoppeln.

Auch osteuropäische Länder wie Rumänien, Bulgarien, die baltischen Staaten und die Balkanländer werden voraussichtlich stärker in die europäischen Lieferketten integriert werden. Im Jahr 2023 wird ihr Exportanteil insgesamt 2,9% betragen, gegenüber 1,9% im Jahr 2013. In den letzten Jahren stiegen die nominalen Exporte im Jahresdurchschnitt um etwa 9%. Da immer mehr osteuropäische EU-Arbeitsmärkte auf Vollbeschäftigung zusteuern (insbesondere Rumänien und Bulgarien sind aufgrund ihrer Größe von Bedeutung) und die Balkanländer stärker in die europäischen Lieferketten integriert werden, wird sich dieses Wachstum unserer Ansicht nach fortsetzen. Wenn die Region weiterhin jährlich um 9% wächst, dürfte der Exportanteil im Jahr 2030 4% erreichen. Für die Türkei gilt eine ähnliche Entwicklung. Im Jahr 2023 stieg der Exportanteil auf fast 2%. Unsere Projektionen implizieren, dass der Anteil im Jahr 2030 3% erreichen wird. Weitere Wachstumsimpulse könnten sich ergeben, wenn die Ukraine stärker in die europäischen Lieferketten integriert wird. Überraschenderweise erholte sich die Wirtschaft im Jahr 2023. Das reale BIP wuchs nach Angaben des IWF um 2% (2022: -29,1%). Ihr Exportanteil sank von 0,4% im Jahr 2021 auf 0,3% im Jahr 2022 und erholte sich auf 0,4% im Jahr 2023. Es scheint, dass die geringere Nachfrage aufgrund des Zusammenbruchs der Wirtschaft durch höhere Rüstungsexporte kompensiert wird. Die weitere wirtschaftliche Integration in die EU könnte die Nachfrage nach deutschen Exporten noch weiter ankurbeln.



Wichtige westliche Exportmärkte dürften etwas an Bedeutung verlieren

In den letzten Jahren wurden die Ausfuhren in die USA durch das starke BIP-Wachstum und die Aufwertung des US-Dollars angekurbelt. Auch langfristig dürfte der US-Markt der wichtigste Handelspartner bleiben, da die geopolitischen Risiken in Asien, Europa und dem Nahen Osten liegen und die USA das globale Zentrum der Digitalisierung sind. Der Anteil der US-Warenexporte dürfte bei etwa 10% bleiben, und unserer Ansicht nach sind die Aufwärtsrisiken größer als die Abwärtsrisiken. Dagegen erwarten wir, dass die Exportanteile der traditionellen Handelspartner in West- und Nordeuropa etwas zurückgehen werden, da die Schwellenländer in Europa und Asien an Bedeutung gewinnen. In absoluten Zahlen dürften die Ausfuhren in diese Länder jedoch ebenfalls zunehmen.

Im Jahr 2024 werden die Exporte und Importe insgesamt schwächer ausfallen

In den letzten zehn Jahren wuchsen die deutschen Exporte nominal um 4% und real um 2,4% und damit deutlich unter dem globalen BIP-Wachstum. Aufgrund dieser Elastizität von weniger als eins gegenüber dem globalen BIP-Wachstum sowie dem Wachstum des Welthandels fällt auch unsere Prognose für 2024 verhalten aus. Wir erwarten nur ein Plus von 0,5% für das reale Wachstum und von 1,3% für die nominalen Warenexporte (siehe Tabelle). Bei unseren Prognosen für die bilateralen nominalen Exporte im Jahr 2024 gehen wir von geringen Auswirkungen der Wechselkursentwicklung aus. So prognostizieren wir, dass Ende 2024 der EUR/USD bei 1,10 und damit relativ nahe an den aktuellen Werten liegen wird. Wir erwarten auch eine relativ enge Handelsspanne zwischen 1,04 und 1,13. Unsere bilateralen nominalen Exportprognosen beruhen daher hauptsächlich auf den Wachstumsaussichten der einzelnen Länder. Für die USA prognostizieren wir trotz der erwarteten US-Rezession ein Plus von 2,5%, was deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt von rund 6% liegt. Der Exportanteil dürfte 2024 bei 10% bleiben. Für die Warenexporte nach China und in den Euroraum erwarten wir einen Rückgang von -1,5% bzw. -0,4%. In der Folge dürften die Exportanteile auf 5,9% für China und auf 33% für die westeuropäischen Länder sinken. Außerdem erwarten wir, dass die realen Importe aufgrund des stärkeren privaten Konsums um 1% zunehmen werden, was zu einem negativen BIP-Wachstumsbeitrag der Nettoexporte von 0,2 %-Punkte führt.

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

Makroökonomische Prognosen 2021-2024

37

| in % ggü. Vorjahr, Ausnahm | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--|------|------|------|------|
| Nominale Güterexporte | 14,3 | 13,6 | 3,0 | 1,3 |
| Nominale Güterimporte | 17,3 | 24,0 | 1,0 | 1,5 |
| Exportpreise | 5,6 | 14,7 | 4,0 | 0,8 |
| Importpreise | 13,4 | 27,4 | 1,5 | 0,5 |
| Terms of Trade, *2019=100 | 97,3 | 88,6 | 88,6 | 92,1 |
| Reale Exporte | 9,7 | 3,3 | -1,8 | 0,5 |
| Reale Importe | 8,9 | 6,6 | -2,7 | 1,1 |
| Nettoexporte, * in %-Punkten (Wachstumsbeitrag zum BIP) | 0,9 | -1,3 | 0,4 | -0,2 |

Quelle: Deutsche Bank Research



Nach dem Verfassungsgerichtsurteil: Deutlich restriktiverer finanzpolitischer Kurs im Jahr 2024

- Wie tiefgreifend und auf welche Art und Weise das richtungweisende Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur Schuldenbremse den finanzpolitischen Spielraum der Regierung einschränken wird, ist zum jetzigen Zeitpunkt noch schwer absehbar. Klar ist jedoch, dass das Urteil nicht nur zur sofortigen Streichung von (noch nicht genutzten) Kreditaufnahmeermächtigungen des Klima- und Transformationsfonds in Höhe von EUR 60 Mrd. geführt hat, sondern auch die Verfassungsmäßigkeit weiterer krisenbedingter Kreditreserven infrage gestellt hat.
- Um die Verfassungsmäßigkeit des Bundeshaushalts 2023 sicherzustellen, hat das Bundeskabinett inzwischen einen Nachtragshaushalt auf den Weg gebracht, der noch vor Jahresende vom Bundestag und Bundesrat gebilligt werden muss. Die Überarbeitung des Bundeshaushalts 2024 scheint dagegen noch wesentlich mehr Arbeit zu erfordern, sodass dieser wohl nicht mehr vor Ablauf des Jahres genehmigt werden wird. Dies würde bedeuten, dass die Regierung zu Beginn des nächsten Jahres zunächst im Rahmen einer vorläufigen Haushaltsführung regieren müsste.
- Trotz aller Unwägbarkeiten gehen wir davon aus, dass sich die aufgrund des Gerichtsurteils erforderlichen Ausgabenkürzungen im Haushalt 2024 (im Vergleich zum bisherigen Plan) auf rund EUR 30 Mrd. belaufen könnten. Dieser indikative Schätzwert umfasst den identifizierten Konsolidierungsbedarf in Höhe von EUR 17 Mrd. im Kernhaushalt sowie die aufgrund der Schließung des WSF-E vermutlich eingesparten außerbudgetären Ausgaben (von EUR 13,9 Mrd.). Angesichts dessen gehen wir nun davon aus, dass sich das gesamtstaatliche strukturelle Defizit von schätzungsweise 1,7% des BIP im Jahr 2023 auf jeweils rund 0,8% des BIP in den Jahren 2024/25 verringern dürfte. Damit dürfte die Finanzpolitik deutlich restriktiver werden.

Das Urteil zur Schuldenbremse hat die Haushaltspläne von Bund und Ländern durchkreuzt

Wie tiefgreifend und auf welche Art und Weise das richtungweisende Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur Schuldenbremse den finanzpolitischen Spielraum der Regierung einschränken wird, ist zum jetzigen Zeitpunkt noch schwer absehbar. Klar ist jedoch, dass das Urteil nicht nur zur sofortigen Streichung der (noch nicht genutzten) Kreditaufnahmeermächtigungen des Klima- und Transformationsfonds in Höhe von EUR 60 Mrd. geführt hat, sondern auch die Verfassungsmäßigkeit weiterer krisenbedingter Kreditreserven, die in den außerbudgetären Einheiten des Bundes sowie der Länder (wie z.B. dem Wirtschaftsstabilisierungsfonds/Energiekrise (ESF-E)) gehalten werden, infrage gestellt hat. Aufgrund des Gerichtsurteils ist die Regierung nunmehr mit einer großen Finanzierungslücke im mittelfristigen Finanzplan konfrontiert, die letztlich nicht nur die Durchführbarkeit der bisherigen Ausgabenpläne, sondern auch das Einhalten des Versprechens, die Steuern nicht zu erhöhen, erschwert (siehe auch [Germany Blog: Our take on today's constitutional court ruling](#)). Erschwerend kommt hinzu, dass das Urteil genau in einer Zeit getroffen worden ist, in der die Regierung in zunehmenden Maße von kurz-, mittel- und langfristigen fiskalischen Gegenwinden herausgefordert wird (siehe auch unsere ausführliche Analyse [Germany Blog: A look at fiscal pressures and buffers ahead of the constitutional court ruling](#)).



Ein genauerer Blick auf das Urteil des Bundesverfassungsgerichts zum 2. Nachtragshaushalt 2021 (bzw. zur Schuldenbremse)

Um die Auswirkungen des Urteils auf die künftige Finanzpolitik auf Bundes- und Länderebene absehen zu können, muss man zuallererst die Hauptargumentationslinie des Bundesverfassungsgerichts verstehen (siehe auch die [Pressemitteilung des Bundesverfassungsgerichts zum Schuldenbremsenurteil](#)). Zunächst betont das Verfassungsgericht, dass der Staat mit Blick auf die Regelungen zur Schuldenbremse stets als eine (konsolidierte) Einheit aus Kernhaushalt und (schuldenbremsenrelevanten) „Sondervermögen“ bzw. „Nebenhaushalten“ zu betrachten ist, und zwar unabhängig davon, ob sich die Nettokreditaufnahme innerhalb der „normalen“ Neuverschuldungsgrenzen (strukturelle Nettokreditaufnahme von maximal 0,35% des BIP) bewegt oder diese durch Legitimierung eines Notlagenbeschlusses übersteigt. Sollte die Regierung jedoch einen Notlagenbeschluss fassen und somit auf eine „übermäßige“ Nettokreditaufnahme zurückgreifen, muss sie stets den erforderlichen Veranlassungszusammenhang zwischen der festgestellten „Notlage“ und den durchgeführten Krisenbewältigungsmaßnahmen ausreichend begründen. Ebenso sind die Anforderungen an die Begründung des Veranlassungszusammenhangs umso höher, je länger die diagnostizierte Krise andauert und je umfangreicher der Gesetzgeber solche notlagenbedingten Kredite in Anspruch nimmt. In diesem Fall hat der Gesetzgeber zu begründen, warum a) die Krise weiterhin fortbesteht und b) die von ihm geplanten Maßnahmen (noch immer) nötig bzw. geeignet sind, diese zu überwinden („fortdauernde Geeignetheit“). Die Hürden für einen abermaligen, aus verfassungsrechtlicher Sicht überzeugenden Notlagenbeschluss in den Haushaltsjahren 2023 und 2024 dürften daher relativ hoch sein.

Daneben hat das Verfassungsgericht die Haushaltsgrundsätze der Jährlichkeit, Jährigkeit, Vorherigkeit und Fälligkeit gestärkt. Das Prinzip der Jährlichkeit besagt, dass das Parlament das Haushaltsgesetz vor Beginn eines Haushaltsjahres verabschieden muss. Das Prinzip der Jährigkeit bedeutet, dass die bewilligten Kreditermächtigungen nur bis zum Ende eines Haushaltsjahres in Anspruch genommen werden dürfen bzw. etwaige nicht in Anspruch genommene Kreditermächtigungen danach grundsätzlich ersatzlos verfallen. Nach dem Gebot der Vorherigkeit ist der Haushaltsplan grundsätzlich vor Beginn des Rechnungsjahres durch das Haushaltsgesetz festzustellen. Der Haushaltsgrundsatz der Fälligkeit impliziert, dass im Haushaltsplan nur diejenigen Einnahmen und Ausgaben veranschlagt werden dürfen, die im Haushaltsjahr voraussichtlich kassenwirksam werden.

Bereits die ersten beiden Klarstellungen des Verfassungsgerichts haben weitreichende Auswirkungen auf den Bundeshaushalt, da sie implizieren, dass nicht nur die Nettokreditaufnahme auf der Ebene des Kernhaushalts in einem Haushaltsjahr auf die Schuldenbremse angerechnet werden muss, sondern auch die tatsächliche Kreditaufnahme aller (schuldenbremsenrelevanten) Nebenhaushalte wie z.B. des KTF oder des WSF-E. Die bisherige Haushaltspraxis, die Schuldenbremse zwar „formal“ auf der Ebene des Kernhaushalts einzuhalten, nicht jedoch aber auf der Ebene der Sondervermögen, ist daher verfassungswidrig.¹⁴

¹⁴ Darüber hinaus müssen erteilte Kreditaufnahmeermächtigungen im Jahr der tatsächlichen Kreditaufnahme auf die Schuldenbremse angerechnet werden. In diesem Zusammenhang sei darauf hingewiesen, dass die derzeitige Ampel-Regierung Anfang 2022 die „alte“ Buchungsregel geändert hatte, um künftige Bundesausgaben über die in vergangenen Haushaltsjahren erteilten Kreditermächtigungen vorzufinanzieren. Die „alte“ Buchungsregel stand jedoch im Einklang mit den Grundsätzen einer konsolidierten Betrachtung des Staates sowie dem Prinzip der Jährigkeit.



Kurz- und mittelfristige Auswirkungen auf die Finanzpolitik

Als unmittelbare Reaktion hat die Bundesregierung die noch nicht beanspruchten und vom Urteil direkt betroffenen EUR 60 Mrd. an Kreditaufnahmeermächtigungen im KTF gestrichen. Damit stehen diese Mittel, über die eine mittelfristige Lücke zwischen den eigenen Einnahmen des KTF (aus der EU-weiten und nationalen CO₂-Bepreisung) und den geplanten Programmausgaben geschlossen werden sollte, nicht mehr zur Verfügung. Die Summe, die nunmehr im Jahr 2024 im Wirtschaftsplan des KTF fehlt, beläuft sich auf EUR 29,2 Mrd., was ca. 0,7% des für 2024 prognostizierten BIP oder rund 50% der für 2024 geplanten KTF-Ausgaben (von EUR 57,6 Mrd.) entspricht (siehe auch [Germany Blog: Our take on the deepening budget crisis](#)). Aber auch wenn man die fehlenden Kreditmittel von EUR 60 Mrd. gleichmäßig auf den Dreijahreszeitraum 2024-26 verteilt (die KTF-Rücklagen sollten ursprünglich bis Ende 2026 vollständig beansprucht werden), würde sich die KTF-Finanzierungslücke im Jahr 2024 noch immer auf hohe EUR 20 Mrd. oder gut ein Drittel der geplanten Programmausgaben belaufen.

Angesichts dieser Dimension muss die Bundesregierung entweder das für 2024-27 angestrebte KTF-Ausgabenvolumen von knapp EUR 212 Mrd. erheblich reduzieren und/oder die EUR 60 Mrd.-Lücke über eine „Depriorisierung“ an anderen Stellen im Kernhaushalt schließen. Angesichts der unterschiedlichen finanzpolitischen Prioritäten der drei Koalitionspartner sind die Diskussionen darüber, wie genau diese mittelfristige Haushaltslücke geschlossen werden soll, noch im Gange. Es bleibt daher abzuwarten, an welchen Stellen die Regierung im KTF und/oder im Kernhaushalt Abstriche bei den Ausgaben machen wird. Mit Blick auf die Konjunktur und das Wachstumspotenzial ist jedoch klar, dass eine Kürzung bei den Investitionsausgaben kurz-/mittelfristig größere negative Auswirkungen hätten als Maßnahmen, die die Staatseinnahmen erhöhen (Steuererhöhungen, höhere Sozialbeiträge) und/oder die nicht-investiven Staatsausgaben senken (z. B. Sozialtransfers).

Rückwirkende Heilung des Bundeshaushalts 2023

Um die Verfassungsmäßigkeit des Haushaltsgesetzes 2023 zu gewährleisten, hat sich das Bundeskabinett auf einen Nachtragshaushalt geeinigt, der noch vor Jahresende vom Bundestag/Bundesrat gebilligt werden muss. Mit diesem Schritt versucht die Regierung, die offensichtliche Rechtswidrigkeit des bestehenden Haushaltsgesetzes 2023 rückwirkend zu heilen. Nach den gerichtlichen Klarstellungen zur Schuldenbremse ist nämlich klar, dass die Regierung die zum Jahresende 2022 verbliebenen Kreditaufnahmeermächtigungen von rund EUR 170 Mrd. im WSF-E nicht zur Finanzierung der Ausgaben in den Jahren 2023/24 nutzen darf. Dies liegt darin begründet, dass der Gesamtkreditrahmen für den ESF-E von bis zu EUR 200 Mrd. im Haushaltsjahr 2022 vollständig bewilligt wurde. Nach dem Prinzip der Jährigkeit dürfen jedoch diese erteilten Ermächtigungen nur bis zum Ende des Haushaltsjahres 2022 beansprucht werden, was bedeutet, dass der verbliebene Betrag von EUR 170 Mrd. Ende 2022 ersatzlos verfallen ist und damit rechtlich betrachtet nicht mehr existiert.

Auf Grundlage der im Haushaltsgesetz 2023 veranschlagten Sollwerte schätzt der [Bundesrechnungshof](#), dass sich die offenbar rechtswidrig zu Verfügung gestellten – und teilweise schon beanspruchten – Kreditaufnahmeermächtigungen auf bis zu EUR 138,8 Mrd. oder 3,4% des für 2023 prognostizierten BIP summieren könnten. Da jedoch die im Jahr 2023 vom WSF-E de facto benötigten Mittel wohl deutlich niedriger als der Sollwert von EUR 121,2 Mrd. ausfallen werden, dürfte der tatsächliche, vom Gerichtsurteil betroffene Betrag wesentlich niedriger sein. So geht die Bundesregierung für dieses Jahr mittlerweile „nur“



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

noch von einem WSF-E-Mittelbedarf von EUR 43,2 Mrd. aus, der im Rahmen des Nachtragshaushaltsgesetzes 2023 rückwirkend genehmigt werden soll.

Nach dem aktuellen Nachtragshaushaltsentwurf 2023, der vor der endgültigen parlamentarischen Verabschiedung noch angepasst werden könnte, sieht die Regierung nunmehr folgende Sollwerte für den Kernhaushalt vor: a) Ausgaben von EUR 461,2 Mrd. (vorher EUR 476,3 Mrd.), b) Einnahmen (ohne Kreditaufnahme, aber einschließlich der Verwendung sonstiger Rücklagen) von EUR 433,8 Mrd. (vorher EUR 430,7 Mrd.) sowie c) eine Nettokreditaufnahme von EUR 27,4 Mrd. (vorher EUR 45,6 Mrd.)¹⁵ Zusammen mit den nunmehr für das Jahr 2023 benötigten Kreditmitteln für den WSF-E (EUR 43,2 Mrd.) soll sich die auf die Schuldenbremse angerechnete Nettokreditaufnahme des Bundes auf insgesamt EUR 70,6 Mrd. (bisher EUR 45,6 Mrd.) belaufen. Demnach würde die Nettokreditaufnahme den von der Schuldenbremse eingeräumten Kreditspielraum um einen Betrag von EUR 44,8 Mrd. überschreiten. Um diese „außerordentliche“ Kreditaufnahme verfassungsrechtlich abzusichern, soll der Bundestag auch für das Jahr 2023 – und damit bereits das vierte Jahr in Folge – einen Notlagenbeschluss fassen.

Während einige Rechtsexperten die Meinung vertreten, dass das Nachtragshaushaltsgesetz aus verfassungsrechtlicher Sicht ausreichend bzw. vertretbar ist, befürchten andere Experten, dass auch der Nachtragshaushalt 2023 rechtswidrig sein könnte. So kritisierte unter anderem der Bundesrechnungshof, dass der Nachtragshaushalt unvollständig sei, da die Regierung nicht alle schuldenbremsenrelevanten Sondervermögen in die Berechnung der Nettokreditaufnahme einbezogen habe. So betonten die Rechnungsprüfer, dass ihrer Einschätzung nach die tatsächliche Nettokreditaufnahme des Bundes rund EUR 14,3 Mrd. höher liegen würde als von der Regierung ausgewiesen. Der Rechnungshof kam daher zu dem Schluss, dass der Nachtragshaushaltentwurf in seiner jetzigen Form verfassungsrechtlich „sehr problematisch“ sei. Angesichts der Signale aus den Reihen der CDU/CSU-Opposition – von einer weiteren Verfassungsklage gegen den Haushalt 2023 abzusehen –, könnte die abschließende Feststellung des Rechnungshofs, dass nunmehr umso mehr sichergestellt werden muss, dass „die Planung des Haushalts 2024 über jeden verfassungsrechtlichen Zweifel erhaben sein sollte“, bedeutsamer sein.

Nachbesserungen beim Haushalt 2024

Während der Nachtragshaushalt für das Jahr 2023 noch vor Jahresende verabschiedet werden muss – und damit auch sehr wahrscheinlich verabschiedet werden wird –, scheint eine Einigung zum Haushalt 2024 wesentlich mehr Arbeit zu erfordern. Jüngsten Äußerungen von Mitgliedern der drei Koalitionsparteien zufolge scheint es inzwischen unwahrscheinlich geworden zu sein, dass das Haushaltsgesetz 2024 noch vor Jahresende verabschiedet werden wird. Demnach müsste die Bundesregierung im neuen Jahr zunächst im Rahmen einer vorläufigen Haushaltsführung regieren. Bislang gibt es noch keine politische Einigung darüber, wie der von Finanzminister Christian Linder (FDP) bezifferte Konsolidierungsbedarf von rund EUR 17 Mrd. Euro erreicht werden soll. Lindner

¹⁵ Die deutliche Verringerung bei der geplanten Nettokreditaufnahme im Kernhaushalt ist das Ergebnis einer umfassenden Überarbeitung bei den Sollwerten für die Bundesausgaben und -einnahmen. Während die Regierung auf der einen Seite den Sollwert für die Steuereinnahmen um EUR 1,8 Mrd. reduziert hat (unter Verweis auf die neuste Steuerschätzung vom 26. Oktober), berücksichtigt sie auf der anderen Seite Mehreinnahmen in Höhe von EUR 1,8 Mrd. sowie Minderausgaben bei Zinsen und Gewährleistungen (EUR 1,7 Mrd.). Darüber hinaus hat sie weitere absehbare Minderausgaben von EUR 5 Mrd. in einem Globalposten eingestellt und beschlossen, weitere Mittel von EUR 3,3 Mrd. aus ihrer allgemeinen Rücklage zu verwenden. Letztere ist eine Kreditreserve, die von dem Gerichtsurteil nicht betroffen ist. Und abschließend hat sie noch eine schuldenbremsenneutrale Minderausgabe in Höhe von EUR 10 Mrd. durch den Wegfall eines Darlehens an das „Generationenkapital“ (Stichwort: „Aktienrente“) verbucht.



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

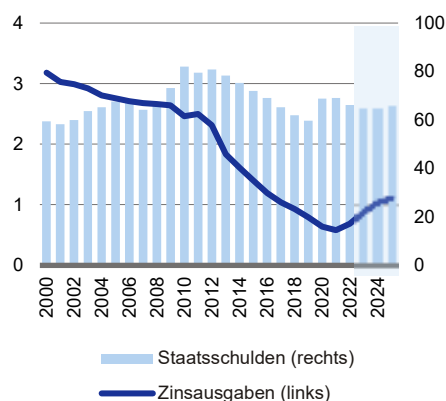
deutete in diesem Zusammenhang mögliche Kürzungen in den Bereichen der Sozialausgaben, der internationalen Finanzhilfe und anderen nicht näher bezeichneten Ausgabenposten an (siehe [tagesschau.de](https://www.tagesschau.de)). Allerdings scheinen sowohl die SPD als auch die Grünen etwaige Kürzungen bei den Sozialausgaben strikt abzulehnen. Auch bei der Frage, ob die Bundesregierung im Jahr 2024 erneut – und damit das fünfte Jahr in Folge – einen „Notlagenbeschluss“ fassen sollte, gibt es diametral unterschiedliche Ansichten. Während sich die FDP gegen eine erneute Inanspruchnahme der Ausnahmeregelung in der Schuldenbremse ausspricht, machen sie dafür sowohl die SPD als auch die Grünen stark.

Fazit: Deutlich restriktiverer finanzpolitischer Kurs im Jahr 2024 absehbar

Die Schulden- und Zinsausgabenquoten dürften 2024/25 moderat ansteigen

38

% BIP (Gesamtstaat nach VGR)



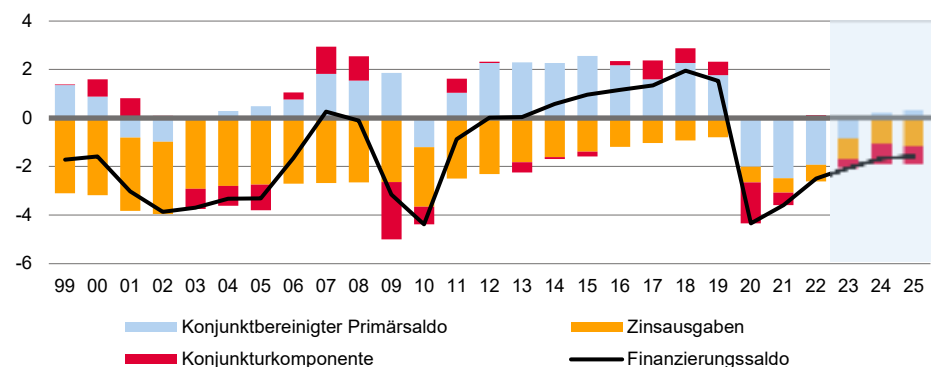
Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Eurostat, Deutsche Bank Research

Wie tiefgreifend und auf welche Art und Weise das richtungweisende Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur Schuldenbremse den finanzpolitischen Spielraum der Regierung einschränken wird, ist zum jetzigen Zeitpunkt schwer absehbar. Da das Gericht jedoch klargestellt hat, dass die staatliche Nettokreditaufnahme auf konsolidierter Basis und im Jahr der tatsächlichen Kreditaufnahme (bzw. Verausgabung) auf die Schuldenbremse angerechnet werden muss, ist es der Regierung nicht mehr möglich, künftige Ausgaben mit bereits in vergangenen Haushaltsjahren erteilten Kreditaufnahmeermächtigungen vorzufinanzieren. Damit hat das Urteil nicht nur zur sofortigen Streichung der direkt vom Urteil betroffenen, aber noch nicht genutzten KTF-Kreditaufnahmeermächtigungen von EUR 60 Mrd. geführt, sondern auch die Verfassungsmäßigkeit weiterer krisenbedingter Kreditreserven – und damit beträchtlicher Teile der staatlichen Reserven – infrage gestellt.

Ausblick für den öffentlichen Gesamthaushalt

39

Finanzierungssaldo, % BIP (Gesamtstaat nach VGR)



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

Trotz aller Unwägbarkeiten gehen wir davon aus, dass sich die aufgrund des Gerichtsurteils erforderlichen Ausgabenkürzungen im Haushalt 2024 (im Vergleich zum bisherigen Plan) auf rund EUR 30 Mrd. belaufen könnten. Dieser indicative Schätzwert umfasst den identifizierten Konsolidierungsbedarf in Höhe von EUR 17 Mrd. im Kernhaushalt sowie die aufgrund der Schließung des WSF-E eingesparten außerbudgetären Ausgaben (ca. EUR 13,9 Mrd.).¹⁶ Angesichts dessen gehen wir nun davon aus, dass sich das gesamtstaatliche strukturelle Defizit von schätzungsweise 1,7% des BIP im Jahr 2023 auf jeweils rund 0,8%

¹⁶ Aufgrund des Gerichtsurteils hat die Regierung erklärt, dass sie den ESF-E bis Ende des Jahres schließen wird.



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

des BIP in den Jahren 2024/25 verringern dürfte. Aufgrund der schwachen Konjunktur dürfte sich das deutsche Gesamtdefizit (Maastricht-Defizit) jedoch etwas weniger stark auf rund 1,6% des BIP in den Jahren 2024/25 verringern (von geschätzt 2,0% im Jahr 2023). Die Bruttostaatsschuldenquote (Maastricht-Verschuldung), die nach unseren Projektionen bis Ende 2023 auf 64,4% des BIP sinken dürfte (von 66,1% im Jahr 2022), könnte 2024 leicht auf 64,8% des BIP und 2025 auf 65,2% des BIP ansteigen.

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



Der Weg aus der Haushaltskrise und wie er die Politik im Jahr 2024 prägt

- **Haushaltskonsolidierung von rund EUR 20 Mrd. durch sowohl weniger grüne/soziale Ausgaben als auch geringere Steuersubventionen.** Der Weg aus der Haushaltskrise erfordert eine Überarbeitung des Haushalts 2024. Jeder Koalitionspartner wird wahrscheinlich Zugeständnisse machen müssen, um die relativ überschaubare Haushaltslücke zu schließen (basierend auf den jüngsten Anzeichen, siehe nachfolgende Tabelle). Angesichts der schwachen Wachstumsaussichten und eines noch restriktiveren Haushalts 2024 als geplant gibt es keinen offensichtlichen Grund für eine baldige Zunahme der Beliebtheit der Regierung, während die AfD weiterhin Zustimmungsraten von etwa 20% erreicht.
- **Bundeswehr-Sondervermögen als Blaupause für die Einrichtung eines Transformationsfonds 2.0, möglicherweise im ersten Halbjahr.** Dies ist zwar wahrscheinlicher als die Aussetzung/Reform der Schuldenbremse, erfordert aber eine Zweidrittelmehrheit in Bundestag und Bundesrat. Angesichts der insgesamt schwachen Wachstumsaussichten, der Europaparlamentswahlen im Juni und der im September anstehenden drei Landtagswahlen in Ostdeutschland spricht jedoch vieles dafür, dass die CDU/CSU sich im Laufe der nächsten Monate diesbezüglich konstruktiv zeigen dürfte.
- **Reform der Schuldenbremse – nicht undenkbar, aber auf kurze Sicht unwahrscheinlich.** Während diese Debatte weiter an Fahrt aufnehmen dürfte, würde eine umfassende Reform eine Zweidrittelmehrheit in Bundestag und Bundesrat erfordern. Ein parteiübergreifender Konsens vor den Bundestagswahlen im September 2025 scheint unwahrscheinlich, auch weil sich die Mehrheit der Bevölkerung laut aktuellen Umfragen gegen eine Reform der Schuldenbremse ausspricht.
- **Geringes Risiko eines Bruchs der Regierungskoalition.** Trotz anhaltender Spannungen in der Koalition aufgrund der Überarbeitung des Haushalts 2024 gehen wir davon aus, dass die Koalition Bestand haben wird. Angesichts der niedrigen Umfragewerte aller drei Regierungsparteien scheint es für keinen der drei Partner einen wahltaktischen Anreiz zu geben, die derzeitige Regierung nach zwei Jahren im Amt zu verlassen.
- **Auswirkungen des Verfassungsgerichtsurteils auf den finanzpolitischen Kurs Deutschlands in der EU.** Die heimische Haushaltskrise könnte zu einer restriktiveren Haltung in den Verhandlungen über die EU-Fiskalregeln führen. Eine politische Einigung auf Mindestanforderungen zur Defizit- und Schuldenreduktion könnte jedoch noch in diesem Jahr erzielt werden. Die Notwendigkeit der Haushaltskonsolidierung auf nationaler Ebene wird wahrscheinlich die Bereitschaft zu höheren Beiträgen zum EU-Haushalt (mit Ausnahme der Ukraine-Hilfe) einschränken.

In diesem Abschnitt befassen wir uns mit dem wahrscheinlichsten Ausweg aus der aktuellen Haushaltskrise und was dies für die Stabilität der Koalition bedeutet. Außerdem erörtern wir, wie wahrscheinlich ein parteiübergreifender Konsens über die Einrichtung eines Transformationsfonds 2.0 im Einklang mit der Schuldenbremse oder eine eventuelle Reform der Schuldenbremse ist. Und schließlich bewerten wir, warum die Europaparlamentswahlen im Juni sowie die Landtagswahlen im September den Zeitplan für die Einrichtung des Transformationsfonds 2.0 bestimmen könnten.



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

Wie schließt man die rund EUR 20 Mrd. große Haushaltslücke 2024? - Eine Auswahl öffentlich diskutierter Optionen

40

| Mögliche Politikmaßnahmen | Einsparpotential für 2024, EUR Mrd. | Partei, die dies am meisten ablehnt | | | Möglicherweise unbeliebt bei vielen Wählern |
|---|-------------------------------------|-------------------------------------|-------|-----|---|
| | | SPD | Grüne | FDP | |
| 1) Kürzung der Sozialausgaben, z.B. | | | | | |
| a) Kürzung bei der Mütterrente | 19* | ■ | | | |
| b) Änderung bei Rente mit 63, geringere Anpassung der Bestandrente | tbd | ■ | | | ■ |
| c) Nichteinführen der Kindergrundsicherung | 0,1 | ■ | ■ | | |
| 2) KTF-Projekte in den 2024 Haushalt integrieren, inkl. möglichen Kürzungen, z.B. | | | | | |
| a) Reduzierte Unterstützung für die Dekarbonisierung der Industrie | 4 | | ■ | | |
| b) Weniger Unterstützung für den Heizungs austausch | 9 | | ■ | | |
| c) Keine Absenkung der Stromsteuern und Strompreiskompensation für 350 besonders energieintensive Unternehmen | 6-7 | | ■ | | |
| 3) Abschaffung von umweltschädlichen Subventionen (in 2021 auf EUR 65 Mrd. geschätzt), z.B. | | | | ■ | |
| a) Kerosinsteuerbefreiung für Inlandflüge | 0,3 | | | ■ | |
| b) Mehrwertsteuerbefreiung für internationale Flüge | 4 | | | ■ | |
| c) Steuervergünstigungen für Diesel | 6 | | | ■ | ■ |
| d) Pendlerpauschale (nur noch für die 30% mit den tiefsten Einkommen) | 4 | | | ■ | ■ |
| 4) Neue Einnahmen durch Steuererhöhungen, z.B. | | | | ■ | |
| a) Solidaritätszuschlag für die Finanzierung der ökologischen Wende | tbd | | | ■ | |
| b) CO ₂ -Preiserhöhung (von 40 auf 45 EUR/t) | tbd | ■ | | | ■ |
| 5) Einsparungen bei der Entwicklungs- zusammenarbeit | tbd | ■ | ■ | | |

Anspruchsberechtigte bereits einen Rentenbescheid haben, kann nur ein Teil dieser jährlichen Ausgaben eingespart werden.

Quelle: Deutsche Bank auf der Grundlage von Medienberichten

#1 – Wie sieht der wahrscheinlichste Weg aus der Haushaltskrise aus?

Fahrplan für den Weg aus der Haushaltskrise. Dieser scheint sich so zu gestalten, wie wir es vor drei Wochen skizziert hatten (siehe [Germany Blog](#)). Für das Jahr 2023 bedeutet dies (i) die Aussetzung der Schuldenbremse, die Einbringung eines Nachtragshaushalts in Höhe von zusätzlichen EUR 44,8 Mrd. und die Auflösung des Wirtschafts-/Stabilisierungsfonds bis zum 31. Dezember einschließlich der Energiepreisbremsen für Haushalte und Unternehmen.¹⁷ Für die ersten Wochen des Jahres 2024 bedeutet dies, (i) das Haushaltsjahr 2024 für etwa ein bis zwei Monate im Modus der vorläufigen Haushaltsführung zu begin-

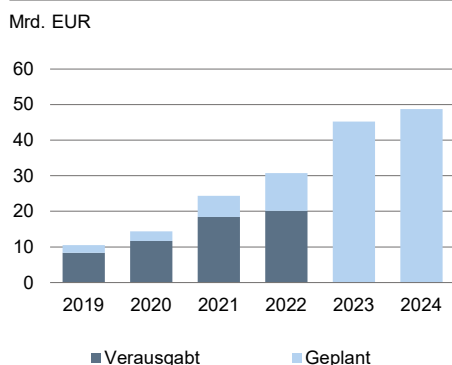
¹⁷ Bundesfinanzministerium (2023). Bundesregierung beschließt Nachtragshaushalt 2023. 27. November.



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

Subventionen auf Bundesebene -
Spielraum für mögliche Kürzungen

41



* Ohne Unterstützung für Unternehmen zur Überwindung der Energiekrise.

Quelle: Subventionsbericht des Bundesfinanzministeriums

nen und (ii) den Haushalt 2024 durch Ausgabenkürzungen und die Verschiebung/Streichung von (Steuer-)subventionen zu überarbeiten, um eine Haushaltslücke von etwa 20 Mrd. EUR zu schließen.¹⁸

Haushaltskonsolidierung durch Mischung aus weniger Transformations-/Sozialausgaben und geringeren Steuersubventionen. Die Verhandlungen über den überarbeiteten Haushalt 2024 haben am 29. November in einem dem Koalitionsausschuss ähnlichen Format begonnen. Da vieles noch im Fluss ist, listet Tabelle 40 mögliche Spielräume für einen Haushaltskompromiss 2024 auf. Einige der grünen/industriepolitischen Ausgaben, die die eigenen Einnahmen des Klima- und Transformationsfonds übersteigen, könnten reduziert und/oder in den Kernhaushalt verlagert werden (z.B. Wasserstoffprojekte, Subventionierung von Chipherstellern). Darüber hinaus könnten (künftige) Sozialausgaben gekürzt werden und zusätzliche Einnahmen, z.B. aus der Abschaffung umweltschädlicher Subventionen, generiert werden (z.B. Steuervergünstigungen für Inlandsflüge oder Dieselfahrzeuge).

#2 – Wie stehen die Chancen, die Schuldenbremse 2024 nochmals auszusetzen oder zu reformieren?

Die nochmalige Aussetzung der Schuldenbremse im Jahr 2024 ist nicht unser Basisszenario. Die Debatte dreht sich derzeit um die Frage, ob eine erneute Aussetzung der Schuldenbremse im kommenden Jahr durch die Ausgaben für die Unterstützung der Ukraine gerechtfertigt werden könnte.¹⁹ Diese Idee hatte im Vorfeld des Parteitags der SPD am 8. und 9. Dezember an Zugkraft gewonnen. Die Umsetzung ist jedoch rechtlich und politisch schwierig. Politisch, da Finanzminister Lindner kürzlich die Nichteinhaltung der Schuldenbremse als „rote Linie“ für die Beteiligung seiner Partei an dieser Regierungskoalition bezeichnete.²⁰ Rechtlich, da die Wahrscheinlichkeit, dass dies vor Gericht angefochten und dann als verfassungswidrig eingestuft wird, weitaus höher ist als bei der Aussetzung für das laufende Jahr. Die wichtigsten Kriterien für eine Notlage sind, dass sie „außergewöhnlich“ sein muss, „sich der Kontrolle des Staates entzieht“ und „die staatliche Finanzlage erheblich beeinträchtigt“. Oppositionsführer Merz kündigte bereits an, dass die CDU/CSU eine erneute Aussetzung 2024 vor dem Verfassungsgericht anfechten würde.²¹ Einen Antrag auf eine sogenannte „abstrakte Normenkontrollklage“ können entweder die Bundesregierung, eine Landesregierung oder mindestens 25% der Bundestagsabgeordneten stellen – die AfD allein hätte also nicht das notwendige Quorum.

Reform der Schuldenbremse – nicht undenkbar, aber kurzfristig unwahrscheinlich. In den letzten Wochen häuften sich die Rufe nach einer Reform der Schuldenbremse. Diese kamen nicht nur aus den Reihen der SPD und Grünen, sondern auch von den CDU-Landesvorsitzenden aus Berlin, Sachsen und Sachsen-Anhalt.²² Auch wenn die Debatte weiter an Fahrt gewinnen dürfte, wäre für eine umfassende Reform eine Zweidrittelmehrheit in Bundestag und Bundesrat erforderlich. Ein parteiübergreifender Konsens vor den Bundestagswahlen im September 2025 scheint unwahrscheinlich, auch weil die öffentliche Meinung

¹⁸ ZDF heute (2023). Lindner: Es fehlen 17 Milliarden Euro. 29. November.

¹⁹ SZ (2023). SPD erhöht Druck im Haushaltsstreit. 4. Dezember.

²⁰ The Pioneer (2023). Steuererhöhungen sind ausgeschlossen: Finanzminister Lindner im Pioneer-Interview. 4. Dezember.

²¹ Tagesschau (2023). Merz droht mit neuer Haushaltsklage, 28. November: „Wenn die Bundesregierung der Meinung ist, dass sie auch für 2024 eine außergewöhnliche Notlage feststellen lassen sollte, dann sehe ich dies nicht als verfassungskonform an, jedenfalls aus heutiger Sicht“, sagte Merz.

²² MDR (2023). Union streitet über Schuldenbremse. 29. November.

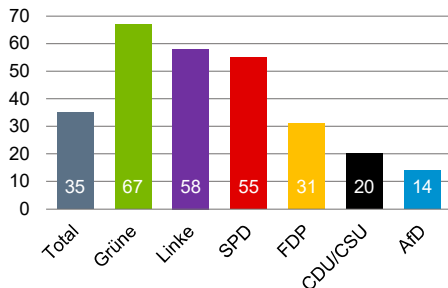


Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

Mehrheit der Deutschen will keine Lockerung der Schuldenbremse

42

Für eine Lockerung der Schuldenbremse, in %



Quellen: ZDF Politbarometer (24.11.2023), Deutsche Bank

stark dazu tendiert, die Schuldenbremse nicht zu reformieren. Aktuelle Meinungsumfragen zeigen, dass nur 35% der Befragten für eine Lockerung der Schuldenbremse sind (siehe Grafik 42).

Bereits im Jahr 2022 hat die Deutsche Bundesbank Vorschläge für eine Reform der Schuldenbremse gemacht.²³ In ihrem Papier werden Optionen wie die Anhebung der Grenze für das strukturelle Defizit von 0,35% auf 0,5% des BIP und/oder die Wiedereinführung einer goldenen Regel für Investitionen diskutiert. Sobald die neuen Fiskalregeln auf EU-Ebene vereinbart sind (siehe unseren jüngsten *Focus Europe*), könnte sich ein Zeitfenster für eine schrittweise, auf finanzpolitische Stabilität ausgerichtete Reform des nationalen finanzpolitischen Steuerungsrahmens ergeben (Änderungen der Berechnung der Konjunkturkomponente bräuchten nur eine einfache Mehrheit im Bundestag²⁴).

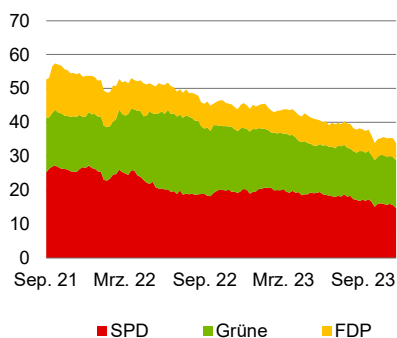
#Nr. 3 – Könnte es einen parteiübergreifenden Konsens über die Einrichtung eines Transformationsfonds 2.0 geben?

Das Sondervermögen Bundeswehr könnte als Blaupause für einen parteiübergreifenden Konsens dienen. Eine Idee, die im Raum steht, ist die Einrichtung eines weiteren außerbudgetären Fonds, der speziell für die Finanzierung der grünen Transformation vorgesehen ist – ähnlich wie der EUR 100 Mrd. schwere Verteidigungsfonds. Auch wenn dies wahrscheinlicher ist als die Aussetzung/Reform der Schuldenbremse, ist es dennoch unwahrscheinlich, dass dies vor dem Ende des ersten Quartals geschieht, da dafür eine Zweidrittelmehrheit in Bundestag und Bundesrat erforderlich wäre. Die CDU/CSU scheint momentan nicht bereit zu sein, der Regierung einen einfachen Ausweg aus ihrer Haushaltskrise anzubieten. Wenn man jedoch weiter in die Zukunft blickt, spricht vieles dafür, dass CDU/CSU einen konstruktiven Kurs einschlagen dürften, da sie im Falle einer zukünftigen Regierungsübernahme mit den gleichen Haushaltszwängen konfrontiert wären. Die intertemporale effiziente Allokation öffentlicher Mittel (insbesondere im Hinblick auf öffentliche Investitions- vs. Konsumausgaben) und die Sicherung der Wiederwahl sind für alle politischen Parteien oft widersprüchliche politische Ziele. Darüber hinaus könnte dies der CDU/CSU einen erheblichen Einfluss auf die Politik der derzeitigen Regierung in Bezug auf die grüne Transformation verschaffen.

Umfragen bieten keinem Koalitionspartner Anreiz für Neuwahlen

43

Zustimmungswerte in Umfragen, in %



Quellen: Wahlrecht.de, Deutsche Bank

#4 – Erhöht die aktuelle Haushaltskrise das Risiko von vorgezogenen Neuwahlen im Jahr 2024?

Politisches Basisszenario – kein Bruch der Koalition. Trotz anhaltender Spannungen in der Koalition bei der Überarbeitung des Haushalts 2024 gehen wir davon aus, dass die Koalition bestehen bleibt. Angesichts der niedrigen Umfragewerte aller drei Regierungsparteien (siehe Grafik 43) scheint es keinen wahltaktischen Anreiz zu geben, die derzeitige Regierung nach zwei Jahren im Amt zu verlassen. Es dürfte schwierig sein, einer deutschen Wählerschaft, die an politische Stabilität gewöhnt ist, das Scheitern der Koalition im Wahlkampf zu verkaufen. Dies gilt unabhängig davon, wie unpopulär die Koalition derzeit sein mag. Da die politische Dynamik jedoch nie ganz vorhersehbar ist, könnte der Prozess der Haushaltsüberarbeitung den Zusammenhalt der Koalition auf ihre bisher größte Probe stellen. Die (koalitions- und parteiinternen) Spannungen über die Repriorisierung der Ausgaben (Sozialpolitik vs. grüne Ausgaben vs. Steuersubventionen) werden in den nächsten Tagen/Wochen wahrscheinlich

²³ Bundesbank (2022). *Die Schuldenbremse des Bundes: Möglichkeiten einer stabilitätsorientierten Weiterentwicklung*. April.

²⁴ Wirtschaftsdienst (2021). *Wird die Konjunkturkomponente der Schuldenbremse ihrer Aufgabe noch gerecht?*



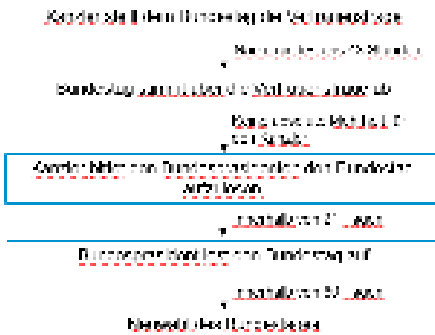
Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

bestehen bleiben. Nach dem heutigen Stand der Dinge scheint es nicht so, dass die Überarbeitung des Haushalts 2024 zu einem Neustart der Drei-Parteien-Koalition führen wird, sondern eher zu einem weiteren „Durchlavieren“.

#5 – Wie sähen alternative politische Szenarien aus?

Weg zu vorgezogenen Neuwahlen

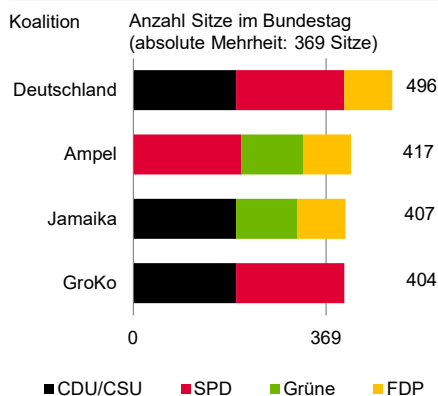
44



Quellen Bundeszentrale für politische Bildung, Deutsche Bank:

Konstruktives Misstrauensvotum - SPD und CDU/CSU hätten die nötige Mehrheit

45



Quellen: Bundestag, Deutsche Bank

Politische Option 2 - vorgezogene Neuwahlen, ausgelöst durch Bundeskanzler Scholz nach einem Bruch der Koalition. Solange die Koalition hält, scheint Bundeskanzler Scholz keinen taktischen Vorteil daran zu haben, dem Bundestag die Vertrauensfrage zu stellen und damit vorgezogene Neuwahlen auszulösen. Grafik 44 zeigt die Verfahrensschritte, die zu vorgezogenen Neuwahlen führen würden. Sollte jedoch einer seiner Koalitionspartner beschließen, die Koalition zu verlassen, bliebe ihm eine Minderheitsregierung. Im Nachkriegsdeutschland dauerten die drei Minderheitsregierungen nach einem Koalitionsbruch nicht viel länger als ein paar Wochen (1961, 1966 und 1982).²⁵ Insgesamt halten wir das Eintreten des Szenarios vorgezogener Neuwahlen nach einem Koalitionsbruch für relativ unwahrscheinlich. Laut einer aktuellen Umfrage sprechen sich 41% für vorgezogene Neuwahlen aus (siehe [ARD-DeutschlandTrend](#)).

Politische Option 3 - ein konstruktives Misstrauensvotum, das zu einer großen Koalition führt. Der Bundestag kann dem Bundeskanzler nur dadurch das Misstrauen aussprechen und ihn abberufen, indem er gleich einen neuen Kanzler wählt – dies ist das sogenannte konstruktive Misstrauensvotum. Der historische Präzedenzfall hierfür ist das Jahr 1982, als die CDU/CSU und FDP ein konstruktives Misstrauensvotum gegen Helmut Schmidt (SPD) und für Helmut Kohl (CDU) anstießen. In der jetzigen Situation würde dies bedeuten, dass sich die SPD und CDU/CSU zusammenschließen und im Bundestag einen gemeinsamen Kandidaten zum Kanzler wählen. Zusammen hätten sie die erforderliche (absolute) Mehrheit (Grafik 45). Aus heutiger Sicht halten wir dieses Szenario für unwahrscheinlich, zumal Kanzler Scholz kein Interesse daran haben dürfte, die Kanzlerschaft zu verlieren.

#6 – Gründung einer neuen linken Partei im Januar erwartet – wie wird dies die politische Landschaft verändern?

Die bekannte deutsche Politikerin Sahra Wagenknecht hat die Linken wie erwartet verlassen. Ende Oktober kündigte sie an, mit einem kleinen Team von Verbündeten eine eigene Partei zu gründen. Der Gründungsparteitag wird voraussichtlich Ende Januar stattfinden. Bis dato schrumpfte die Linke im Bundestag von 38 auf 28 Abgeordnete und verlor am 6. Dezember ihren Fraktionsstatus, für den 37 Abgeordnete erforderlich wären. Die neue Partei würde sich an wirtschaftspolitisch linke, aber sozial konservative Wähler wenden. Die größte Herausforderung scheint im Moment der Aufbau der Parteistrukturen zu sein. Die neue Partei könnte dann zur Wahl des Europäischen Parlaments im Juni 2024 antreten, bevor sie im Herbst 2025 für den Bundestag kandidiert. Umfragen schätzen das hypothetische Wählerpotenzial der neuen Linkspartei auf etwa 20%,²⁶ was etwas höher ist als das der bestehenden Linkspartei. Da nur ein kleiner Teil von 3-6% der Befragten angibt, dass sie die neue Partei auf jeden Fall wählen würden, bleibt abzuwarten, ob diese potenzielle neue Linkspartei dann an der 5%-Hürde für den Einzug in das Parlament scheitern würde. Die

²⁵ Deutscher Bundestag (2017). Minderheitsregierungen in der Bundesrepublik Deutschland seit 1949.

²⁶ Handelsblatt, 25. September 2023, Umfrage sieht hohes Wählerpotential für Wagenknecht-Partei; Handelsblatt, 22. Oktober 2023, Neue Wagenknecht-Partei könnte auf 27 Prozent kommen; NTV, 24. Oktober 2024, Fast jeder Fünfte kann sich Wagenknecht-Wahl vorstellen.



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

5%-Klausel ist ein zentraler Mechanismus, der die politische Fragmentierung in Deutschland begrenzt.

#7 – Wird es bei den Regionalwahlen im September zu AfD-Erdsiegen kommen?

Die AfD führt seit Monaten in allen drei ostdeutschen Bundesländern, in denen im September Landtagswahlen stattfinden, die Umfragen an (siehe Grafik 46). Eine Kombination aus Unzufriedenheit mit den politischen Antworten der Parteien der politischen Mitte, wachsender Besorgnis über die Zuwanderung und anhaltender Veränderungsmüdigkeit im Zeitalter von Polykrisen/der grünen Transformation könnte zum Erfolg der AfD bei den Landtagswahlen beitragen.²⁷ Jedoch könnte eine neue linke Wagenknecht-Partei (wirtschaftspolitisch links, aber sozial konservativ) die Ausgangslage verändern. Die Partei scheint über ein beträchtliches Wählerpotenzial zu verfügen – rund ein Drittel der ostdeutschen Wähler können sich vorstellen, sie zu wählen.²⁸ Mit ihrem sozial konservativen Kurs könnte die neue Partei einige AfD-Wähler anziehen,²⁹ wie dies eine kürzlich durchgeführte Umfrage für Brandenburg andeutet (Grafik 47). Dennoch besteht das Risiko, dass die neue Partei die politischen Ränder stärken und die politische Mitte zusätzlich unter Druck setzen könnte. Da jedoch alle Parteien eine Koalition mit der AfD ausschließen und wir davon ausgehen, dass die „Brandmauer“ bestehen bleibt, rechnen wir nicht damit, dass die AfD Teil einer Landesregierung wird. Insgesamt könnten eine starke AfD und möglicherweise eine neue linke Kraft zu noch komplexeren Regierungsbildungen führen, die möglicherweise auch Minderheitsregierungen einschließen könnten.

Anstehende Landtagswahlen 2024

46

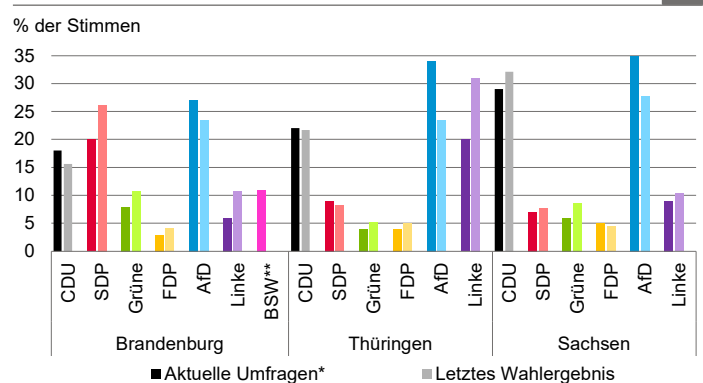
| Datum | Landtagswahlen in ... | Bevölkerung, in Mio. (% der Gesamtbevölkerung) | Regierungskoalition |
|-----------|-----------------------|--|--------------------------|
| 1. Sept. | Sachsen | 4,1 (4,8%) | |
| 1. Sept. | Thüringen | 2,1 (2,5%) | Minderheitsregierung |
| 22. Sept. | Brandenburg | 2,6 (3,1%) | |

* Politische Parteien
 CDU SPD Grüne Linke

Quellen: Wahlrecht.de, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

AfD führt die Umfragen in ostdeutschen Bundesländern an

47



* Brandenburg (29. Nov.), Thüringen (9. Nov.), Sachsen (31. Aug.)
 ** Bündnis Sahra Wagenknecht
 Quellen: Wahlrecht.de, Deutsche Bank

Marion Mühlberger (+49 69 910-31815, marion.muehlberger@db.com)
 Ursula Walther (+44 203 281-4564, ursula.walther@db.com)

²⁷ Für eine ausführliche Analyse siehe Ausblick Deutschland, 27. Juli 2023, Halbzeitbilanz – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung, S. 46-49.

²⁸ Handelsblatt, 22. Oktober 2023, Neue Wagenknecht-Partei könnte auf 27 Prozent kommen.

²⁹ IW, 5. Dezember 2023, Wohlstand für alle, FAZ-Gastbeitrag.



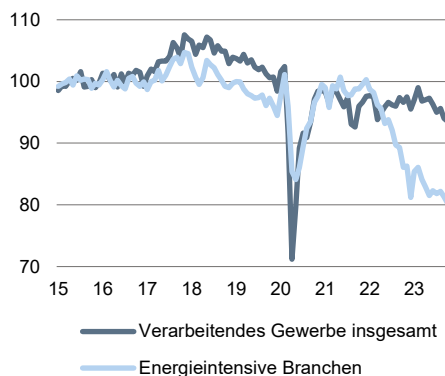
Deutsche Industrie: Realitätscheck für die grüne Transformation

- Das deutsche exportorientierte Geschäftsmodell, das auf einer vertikal integrierten industriellen Wertschöpfungskette basiert, gerät unter Druck. Dies gilt sowohl für den Anfang dieser Wertschöpfungskette, wo die energieintensiven Industrien angesiedelt sind, als auch für das obere Ende, nämlich die Automobilindustrie, wo die Transformation zur Elektromobilität zu Nettoverlusten bei der Wertschöpfung in Deutschland führen dürfte. Optimistischer sind wir, was die Perspektiven der Elektrotechnik und des Maschinenbaus in Deutschland angeht.
- Hinsichtlich der grünen Transformation der Industrie haben viele Marktteilnehmer lange gehofft und erwartet, dass der Staat diese Transformation durch Subventionen oder andere Fördermaßnahmen in hohem Maße unterstützen würde. Aus unserer Sicht wird die finanzielle Leistungsfähigkeit des Staates jedoch seit vielen Jahren überschätzt. Das jüngste Urteil des Bundesverfassungsgerichts ist daher eine Art Realitätscheck.
- Gerade energieintensive Industrien müssten heute volles Vertrauen in das politische Narrativ haben, dass die Energiekosten in den 2030er Jahren deutlich sinken und ausreichend erneuerbare Energien und grüner Wasserstoff für industrielle Prozesse sowie für die Elektrifizierung des Verkehrssektors und des Wärmemarktes zur Verfügung stehen werden. Sollte dieses Narrativ nicht hinreichend vertrauenswürdig sein, was nicht unwahrscheinlich ist, dürften Investitionen energieintensiver Industrien (insbesondere bei handelbaren Gütern) eher dort getätigt werden, wo erneuerbare Energien oder grüner Wasserstoff in größeren Mengen und zu geringeren Kosten als in Deutschland produziert werden können.

Neue Energiewelt belastet energieintensive Branchen

48

Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, 2015=100

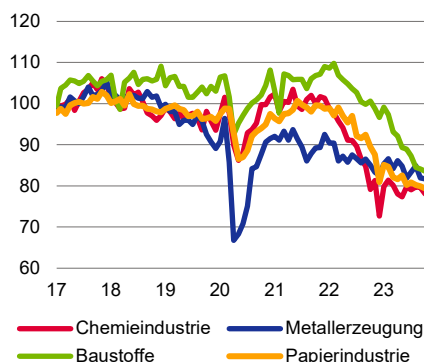


Quelle: Statistisches Bundesamt

Spürbarer Produktionsrückgang in energieintensiven Sektoren

49

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Energieintensive Industrien nähern sich einer neuen Normalität

Die Engpässe bei Lieferketten der jüngeren Vergangenheit und die „neue Energiewelt“ (geringere Gasimporte und höhere Energiepreise im Vergleich zur Vorkriegszeit und im Vergleich zu den USA und China) haben im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland Spuren hinterlassen – und werden dies auch in Zukunft tun. Zuletzt lag die Inlandsproduktion in den energieintensiven Industrien (z.B. Chemie, Metallerzeugung, Papier und Zellstoff, Baustoffe) um mehr als 19% unter dem Niveau des 4. Quartals 2021. In den letzten Monaten hat die Produktion in diesen Sektoren jedoch im Durchschnitt die Talsohle durchschritten. Die chemische Industrie könnte – zumindest vorläufig – eine neue Normalität erreicht haben, bei einem Produktionsniveau, das um 23% unter dem Niveau von Q4 2021 liegt. Wir rechnen nicht mit einer wesentlichen Erholung der Inlandsproduktion, da viele Produktionsstätten, die in den letzten Monaten geschlossen wurden, wahrscheinlich nicht oder nur mit reduzierter Kapazität an den Markt zurückkehren werden. Einige andere Fabriken könnten in näherer Zukunft geschlossen werden.

Der Baustoffsektor leidet nicht nur unter den höheren Energiepreisen, sondern auch unter der Konjunkturschwäche im Bausektor, wo sich die höheren Zinssätze in Verbindung mit dem allgemeinen Anstieg der Baupreise vor allem auf den Wohnungsneubau negativ auswirken. Diese Entwicklung wird den Sektor auch im Jahr 2024 belasten.

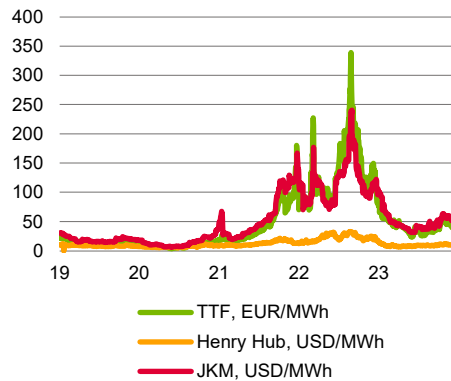
Von den energieintensiven Industrien hat die Metallerzeugung relativ moderate Verluste bei der inländischen Produktion zu verzeichnen (derzeit -9,6% gegenüber Q4 2021). Die Branche profitiert von einer recht positiven Metallnachfrage



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

Gaspreise in Europa deutlich über dem US-Niveau 50

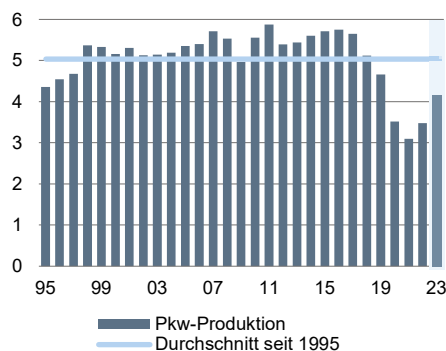
Gaspreis in Europa (TTF), den USA (Henry Hub) und Japan/Korea (JKM)



Quellen: Bloomberg Finance LP, NYMEX

Autoproduktion auf niedrigem Niveau 51

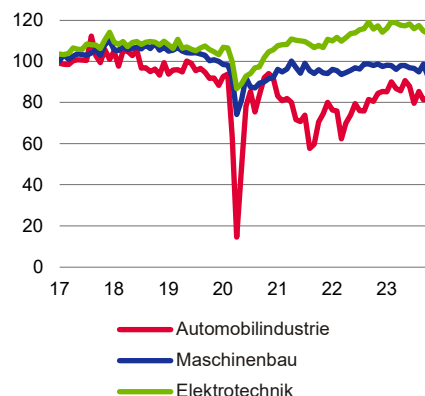
Pkw-Produktion in Deutschland, Mio.



Quelle: VDA

Erholung in der Automobilindustrie unterbrochen 52

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

aus der Elektroindustrie und dem Maschinenbau. Darüber hinaus hat die Automobilindustrie in Deutschland einen Teil der Produktionsverluste aufgeholt, die die Branche von 2018 bis 2021 aufgrund der schwächeren globalen Pkw-Nachfrage, fehlender Halbleiter und der Umrüstung einiger Produktionsstandorte in Deutschland (Umstellung auf E-Mobilität) zu verzeichnen hatte. Die Pkw-Produktion in Deutschland dürfte bis 2023 um 20% steigen (auf rund 4,2 Mio. Pkw), was mit einer höheren Metallnachfrage einhergeht. Dennoch könnte die Metallindustrie 2024 wieder Gegenwind von der Industriekonjunktur erfahren, da die Auftragseingänge in allen drei großen Investitionsgüterbranchen in den letzten Monaten tendenziell rückläufig waren und die Auftragsbestände im Maschinenbau und – noch schneller – in der Automobilindustrie sinken.

Vertikal integrierte industrielle Wertschöpfungskette gerät unter Druck – Verlust an Wettbewerbsfähigkeit insgesamt

Wir argumentieren schon seit einiger Zeit, dass das deutsche exportgetriebene Geschäftsmodell, das auf einer vertikal integrierten industriellen Wertschöpfungskette basiert, unter Druck geraten wird. Dies gilt für den Anfang dieser Wertschöpfungskette, wo die energieintensiven Industrien angesiedelt sind. Hier sind wir pessimistischer für jene Branchen, die Erdgas als Energieträger oder Inputfaktor nutzen und handelbare Güter wie Basischemikalien produzieren. In diesen Fällen wird der Wettbewerbsnachteil gegenüber den USA oder China auf absehbare Zeit erheblich bleiben. Die Großhandelspreise für Gas sind in Europa derzeit etwa viermal so hoch wie in den USA. Energieintensive Sektoren, die hauptsächlich Strom verbrauchen, sind (relativ gesehen) bessergestellt, da sie auch in Zukunft von einigen Ausnahmeregelungen und möglicherweise auch von direkten Stromabnahmevereinbarungen (Power Purchase Agreements, PPA) mit Versorgungsunternehmen profitieren könnten. Dies könnte die Nachteile bei Strompreisen gegenüber anderen europäischen Ländern verringern. Es ist jedoch auch klar, dass die Preise für Industriestrom in den USA und China niedriger bleiben werden als in Europa. Wir erwarten, dass es in diesen Sektoren zu Investitionsverlagerungen kommen wird, was bedeutet, dass große neue Investitionsprojekte wahrscheinlich häufiger außerhalb Deutschlands und Europas realisiert werden.

Die industrielle Wertschöpfungskette in Deutschland wird auch an ihrem oberen Ende, nämlich in der Automobilindustrie, unter Druck geraten. Die Transformation in der Branche hin zur Elektromobilität wird voraussichtlich zu Nettoverlusten bei der Wertschöpfung in Deutschland führen. Produktionskürzungen sind höchstwahrscheinlich unvermeidlich, vor allem bei Zulieferern, die hauptsächlich Teile und Komponenten für Autos mit Verbrennungsmotoren herstellen. Wir erwarten, dass chinesische Autohersteller ihren Marktanteil bei Elektroautos in Europa erhöhen werden (vor allem im Volumensegment). China ist bereits der größte Hersteller von Elektrofahrzeugen und profitiert von einem zuverlässigen Zugang zu Rohstoffen wie Kobalt, Nickel oder Lithium und ist bei Weitem der größte Hersteller von Lithium-Ionen-Batterien weltweit (Marktanteil von fast 80 %). Gleichzeitig wird es aus Kostengründen schwieriger werden, Autos (Elektroautos und Pkw mit Verbrennungsmotoren) im Volumensegment in Deutschland zu bauen. Es ist bereits zu erkennen, dass sich die deutschen Autohersteller mehr auf das Premiumsegment konzentrieren. Trotz des oben erwähnten erwarteten Anstiegs um 20% im Jahr 2023 wird die Pkw-Produktion in Stückzahlen in Deutschland auch in Zukunft voraussichtlich unter den früheren Höchstständen bleiben. Das Allzeithoch von fast 5,9 Mio. Pkw im Jahr 2011 wird höchstwahrscheinlich nicht wieder erreicht werden.

Optimistischer sind wir für die Elektrotechnik und den Maschinenbau in Deutschland, die von hohen Energiepreisen weniger (direkt) betroffen sind. Sie

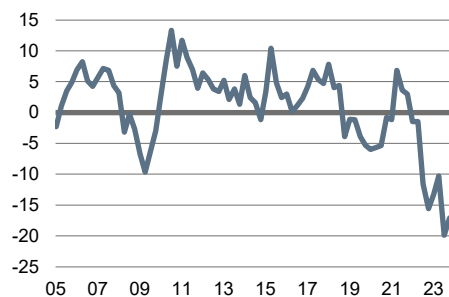


Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

Wettbewerbsfähigkeit sinkt

53

Beurteilung der eigenen Wettbewerbsfähigkeit außerhalb der Eurozone*



* Befragung unter deutschen Industrieunternehmen, Saldo der Firmenmeldungen

Quelle: EU-Kommission

dürften auch von globalen Megatrends wie Dekarbonisierung und Elektrifizierung (Klimaschutz), Digitalisierung, Robotik und Automatisierung oder dem weltweiten Ausbau der physischen Infrastruktur profitieren. Öffentliche Subventionen werden die Nachfrage in einigen dieser Bereiche stützen, was insbesondere für klimafreundliche Technologien gilt. Die Unternehmen des Elektro- und Maschinenbaus müssen digitale Lösungen in ihre traditionellen Produkte integrieren. Die größte Herausforderung dürfte sein, mittelfristig genügend qualifizierte Arbeitskräfte in Deutschland zu sichern, was durch ein in den kommenden Jahren sinkendes Arbeitskräftepotenzial noch erschwert wird.

Die schwache deutsche Konjunktur sowie strukturelle Standortfaktoren (Bürokratie, Energie, Arbeitskosten, Steuern, Demografie usw.) haben die internationale Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands insgesamt verringert. Die Einschätzung der deutschen Industrieunternehmen zur eigenen Wettbewerbsfähigkeit außerhalb der EU hat sich in den letzten Quartalen verschlechtert und befindet sich derzeit in der Nähe ihres historischen Tiefststandes.

Grüne Transformation in der Industrie steht vor Hürden – öffentliche Förderung als struktureller Engpass

Bezüglich der grünen Transformation in der Industrie (z.B. Elektrifizierung von Industrieprozessen und schnellere Umstellung auf erneuerbare Energien und grünen Wasserstoff) haben viele Marktteilnehmer lange gehofft und erwartet, dass der Staat diese Transformation durch Subventionen oder andere Maßnahmen in hohem Maße unterstützt. Die finanzielle Leistungsfähigkeit des Staates wird jedoch aus unserer Sicht seit vielen Jahren überschätzt. Das jüngste Urteil des Bundesverfassungsgerichts ist daher eine Art Realitätscheck, der für eine gewisse Ernüchterung sorgt. Es macht deutlich, dass der Staat nicht alles subventionieren kann, was klimapolitisch wünschenswert wäre. Angesichts der vielfältigen öffentlichen Aufgaben der Zukunft (steuerliche Unterstützung des Rentensystems, geplante höhere Ausgaben für Gesundheit, Bildung, Forschung und Entwicklung, Verteidigung, digitale und Verkehrsinfrastruktur etc.) wird es eine strukturelle Herausforderung sein, Klimaschutzmaßnahmen zu finanzieren.

Letztlich ist die Dimension der Aufgabe, eine der größten Industrienationen der Welt in relativ kurzer Zeit mit möglichst wenig Verlust an inländischer Wertschöpfung zu dekarbonisieren, sowohl in finanzieller als auch in energiewirtschaftlicher Hinsicht enorm. Branchenanalysen zeigen, dass allein die Chemie- und Metallindustrie mehrere hundert Terawattstunden erneuerbaren Stroms für eine klimaneutrale Produktion in Deutschland benötigen würde. Einige Studien gehen von Mengen aus, die den heutigen deutschen Gesamtstromverbrauch übersteigen.

Gleichzeitig ist Deutschland beim Ausbau der erneuerbaren Energien oder beim Bau von wasserstofffähigen Gaskraftwerken als Back-up für Windkraft und Photovoltaik im Zeitverzug. Deutschland wird auch in Zukunft auf Importe von Rohstoffen sowie von Zwischen- und Endprodukten aus China angewiesen sein (z.B. Solartechnik, Elektromobilität). Zudem sind keine bezahlbaren, großindustriellen Stromspeichertechnologien in Sicht. Klar ist auch, dass Deutschland den überwiegenden Teil des grünen Wasserstoffs importieren müssen, den es in Zukunft nutzen will. Dies erfordert massive Investitionen in erneuerbare Energien und Elektrolyseure im Ausland, die gerade erst beginnen.

Unter diesen Prämissen müssten insbesondere energieintensive Industrien schon heute volles Vertrauen in das politische Narrativ haben, dass die Energiekosten in den 2030er Jahren deutlich sinken und ausreichend erneuerbare Energien und grüner Wasserstoff für industrielle Prozesse sowie für die Elektrifizierung des Verkehrssektors und des Wärmemarktes zur Verfügung stehen



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

werden. Sollte das Vertrauen in dieses Narrativ nicht ausreichen, was nicht unwahrscheinlich ist, dürften Investitionen energieintensiver Industrien (insbesondere bei handelbaren Gütern) eher dort getätigt werden, wo erneuerbare Energien oder grüner Wasserstoff in größeren Mengen und zu geringeren Kosten als in Deutschland produziert werden können.

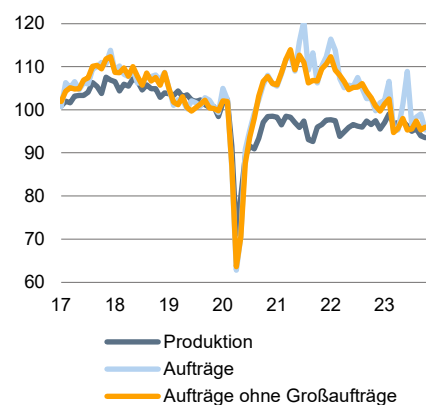
Industriestandort Deutschland ≠ Deutsche Industrieunternehmen

Alle Faktoren zusammen werden höchstwahrscheinlich zu einem Rückgang des Anteils des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamten Bruttowertschöpfung in Deutschland führen. Eine Differenzierung zwischen dem Industriestandort Deutschland und den deutschen Industrieunternehmen wird immer wichtiger werden.

Aufträge seit mehreren Quartalen tendenziell rückläufig

54

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100

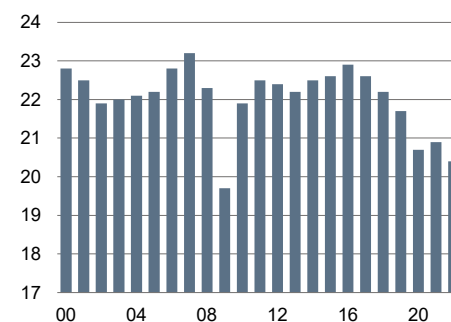


Quelle: Statistisches Bundesamt

Bedeutung der Industrie geht zurück

55

Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamten Bruttowertschöpfung in DE, %



Quelle: Eurostat

Mit Blick auf die Konjunktur scheinen die Stimmungsindikatoren zuletzt einen Tiefpunkt erreicht oder durchschritten zu haben. Allerdings sind die Auftragseingänge (ohne Großaufträge) in den letzten Quartalen tendenziell rückläufig. Die Unsicherheit nach dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts könnte die Auftragseingänge zumindest im 1. Halbjahr 2024 belasten. Wir haben unsere Prognose für die Inlandsproduktion des Verarbeitenden Gewerbes auf -0,5% im Jahr 2023 (von Stagnation) und auf -1,5% im Jahr 2024 (von -0,5%) gesenkt. Die Risiken für 2024 liegen eher auf der Abwärtsseite.

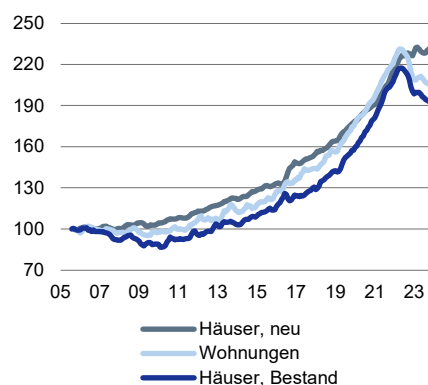
Eric Heymann (+49 69 910-31730, eric.heyman@db.com)



Europace: Hedonische Haus- und Wohnungspreise

56

2005=100



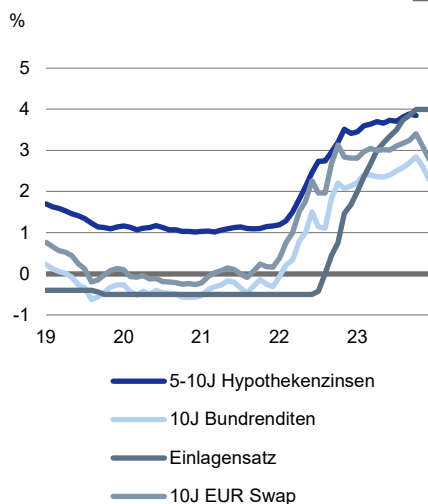
Quellen: Hypoport, Deutsche Bank Research

Die Korrektur der Wohnimmobilienpreise und die Baurezession werden zu Ende gehen

- Die Preise für Wohnimmobilien sind um etwa 10% gesunken. Wir gehen davon aus, dass die Marktbereinigung bald abgeschlossen sein wird.
- Auf dem Büromarkt ist der negative Nachfrageeffekt durch das „Arbeiten von zu Hause“ weitgehend verdaut. In den Metropolen rechnen wir jedoch aufgrund von Infrastrukturengpässen mit höheren Leerständen.
- Auf dem Einzelhandels- und Logistikmarkt wird sich die strukturelle Anpassung fortsetzen. Wir gehen davon aus, dass die Einzelhandelsmieten wieder schrumpfen werden, während die Mieten in der Logistik voraussichtlich wieder deutlich steigen werden.
- Trotz des jüngsten Nachfrageeinbruchs prognostizieren wir, dass die Zahl der Fertigstellungen im Wohnungsbau im Jahr 2024 nur etwas fällt. Im zweiten Halbjahr 2024 dürfte die Baurezession zu Ende gehen.

5-10J Hypothekenzinsen vs. EZB-Einlagensatz

57



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Wohnungsmarkt 2023: Immer noch eher eine Delle als ein Absturz der Preise

Auf die Boomjahre von 2009 bis Frühjahr 2022 folgt eine Marktkorrektur. Laut Hypoport sind vom Preishoch im Frühjahr 2022 bis Oktober 2023 die qualitätsbereinigten bundesweiten Preisindizes für Wohnungen und Bestandshäuser um 11% gesunken. Auch der Index des Statistischen Bundesamtes ist bis zum 2. Quartal 2023 (das 3. Quartal wird am 22. Dezember 2023 veröffentlicht) um rund 10% und die Indizes des vdp (Verband deutscher Pfandbriefbanken) für selbst genutztes Wohneigentum um fast 6% und für Mehrfamilienhäuser um fast 9% bis zum 3. Quartal gefallen. Diese transaktionsbasierten qualitätsbereinigten Indizes entwickelten sich also sehr ähnlich. Der Preisrückgang war nominal verhalten, inflationsbereinigt fielen die Preise aber um weitere 13%.

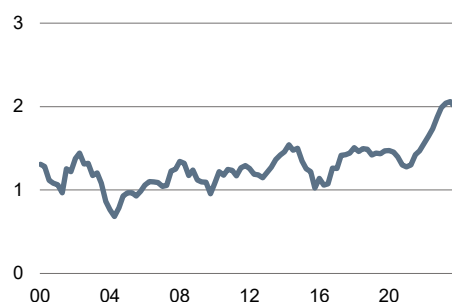
Wir bleiben bei unserer Ansicht, dass die Preise bald die Talsohle erreichen und sich seitwärts bewegen werden. Unsere Analysen zeigen, dass sich die Hauspreise langfristig besser entwickeln als die Inflation. Außerdem helfen sehr niedrige oder sogar negative Realzinsen bei der Rückzahlung von Hypotheken. Insbesondere wenn die Inflation strukturell hoch ist, können Kreditnehmer davon profitieren, da sie weniger Kaufkraft zurückzahlen müssen als sie aufnehmen. Noch wichtiger als die Inflation ist unsere Einschätzung, dass die Nominalzinsen ihren Höhepunkt erreicht haben. Wir gehen davon aus, dass der Einlagensatz der EZB von 4% um 150 Basispunkte auf 2,5% bis Ende 2024 sinken wird. Dies dürfte die kurzfristigen Hypothekenzinsen unterhalb der 5-Jahres-Laufzeit senken, die in der Regel 20% bis 25% des neuen Hypothekenvolumens ausmachen. Auf Hypotheken mit einer Laufzeit von mehr als 5 Jahren entfallen 75% bis 80%. Hier werden sich die 5-10-jährigen Hypothekenzinsen voraussichtlich auf dem derzeitigen Niveau von 3,8% seitwärts bewegen. Dies deckt sich mit unseren Prognosen für die Renditen von Bundesanleihen, die im Jahr 2024 demnach bei 2,6% liegen.

Höhere Mieten dürften ebenfalls zur Stabilisierung des Marktes beitragen. Im Jahr 2023 stiegen die Mieten bei Neuvermietungen für Mehrfamilienhäuser sowie in den Großstädten (A-Städte) bundesweit im Jahresdurchschnitt um 5,5%, während die Gesamtmieten im Warenkorb um 2,0% zulegten. Diese hohen Wachstumsraten dürften beibehalten werden bzw. weiter zunehmen (2022: 4,5% und 1,7%). Die Differenz zwischen neuen und bestehenden Verträgen ist über die Boomjahre auseinandergefallen. Soweit uns bekannt ist, ist der Anteil

Bestandsmieten laut Verbraucherpreiswarenkorb

58

in % gg. Vj.



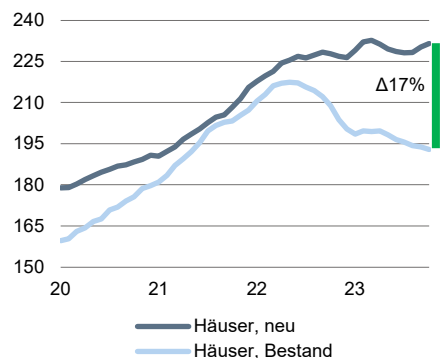
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

Europace: Hedonische
Hauspreise

2005=100



Quellen: Hypoport, Deutsche Bank Research

der indexgebundenen Verträge, der eher kurzfristigen Verträge und der Verträge über möblierte Wohnungen nicht bekannt. Es ist jedoch anzunehmen, dass sie an Bedeutung gewonnen haben. Außerdem erwarten wir einen erheblichen Lohnzuwachs von 5%. So dürften die Mieten bei Neuvermietungen weiterhin um etwa 5% steigen, während bei bestehenden Verträgen mit einem Anstieg von 2,2% gerechnet wird, dem höchsten Wert seit 1998.

Schließlich bleibt die grundsätzliche Angebotsknappheit massiv und hat wohl den höchsten Stand seit der Wiedervereinigung erreicht. Die Einwohnerzahl von derzeit 84,5 Millionen könnte bis 2030 auf rund 86 Millionen ansteigen. Besonders groß ist die Nachfrage in den Metropolen. Auch die Angebotsseite trägt zu den Engpässen bei. Im Jahr 2023 sinken die Genehmigungen für Wohngebäude im Jahresdurchschnitt um rund 32%. Die Genehmigungen von Einfamilienhäusern und Zweifamilienhäusern schrumpfte mit 38% und 48% besonders stark. Unsere Modelle implizieren, dass die Zahl der neu fertig gestellten Wohneinheiten auch im Jahr 2024 niedrig bleiben wird. Infolgedessen wird die grundsätzliche Angebotsknappheit groß bleiben.

Investoren berücksichtigen höhere Renovierungskosten

In den letzten 20 Monaten, während der Phase der Marktberichtigung, haben die Investoren unserer Meinung nach begonnen, die potenziellen energetischen Sanierungspflichten zu berücksichtigen. Rund 75% der deutschen Heizungsanlagen im Wohnbereich werden mit fossilen Brennstoffen betrieben, und es ist klar, dass in den kommenden Jahren der Druck zur Umstellung auf ein erneuerbares Heizsystem steigen wird. Das am 1. Januar 2024 in Kraft tretende Gebäudeenergiegesetz zielt auf die Reduzierung der CO₂-Emissionen ab. Die Heizung von Neubauten muss mit einem Anteil von 65% erneuerbarer Energien betrieben werden. Für bestehende Gebäude gilt dies, sobald die kommunale Wärmeplanung abgeschlossen ist, d.h. im Juli 2026 für Städte mit mehr als bzw. Juli 2028 für Städte mit weniger als 100.000 Einwohnern. Auf dem Papier ist dies ein sehr strenges Gesetz, wir können uns jedoch vorstellen, dass es flexibler gehandhabt wird. So müssen Verstöße wohl von Schornsteinfegern gemeldet und dann schließlich von den Kommunen geahndet werden. Wir denken, dass der politische Aufschrei der Wähler im Jahr 2023, der die derzeitige Koalition dazu zwang, den ursprünglichen Entwurf des Gebäudeenergiegesetzes abzuschwächen, auch zu eher milden Sanktionen führen könnte.

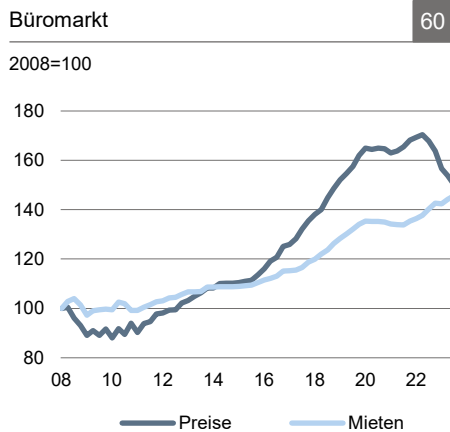
Eine wichtige Frage ist, wie viel von den Sanierungskosten bereits in den Transaktionen enthalten ist. Unsere Vermutung ist, dass ein großer Teil bereits eingepreist ist. Erstens ist die Bedeutung der Qualität der Isolierung und der Art der Heizung in letzter Zeit deutlich in den Mittelpunkt gerückt. Aber die Qualität der Gebäude war schon vorher ein wichtiger Faktor. So gab es immer Preisnachlässe für eine niedrige Qualität der Fenster oder ein hohes Alter der Heizung. In diesem Sinne handelt es sich nur um eine Neuausrichtung und um kein völlig neues Thema. Zweitens lagen die Hypoport-Hauspreisindizes für Neubauten und bestehende Häuser vor dem Inkrafttreten des Gebäudeenergiegesetzes in etwa auf dem gleichen Niveau. Während der Index für bestehende Häuser vom Höchststand im Frühjahr 2022 bis Oktober 2023 um 11% gesunken ist, ist der Index für neue Häuser sogar leicht gestiegen. Wir denken, dass die Spanne zu einem großen Teil auf die höheren Sanierungskosten für Dämmung und Heizung zurückzuführen ist. Drittens gaben die höheren Refinanzierungskosten und der allgemeine Anstieg der Baukosten dem Sektor einen enormen Schub zur Modernisierung des Produktionsprozesses. Vorgefertigte, serielle und modulare Bauweisen dürften kräftig an Bedeutung gewinnen. Ebenso könnte es eine steile Lernkurve beim Einbau von Wärmepumpen und dem Anschluss von Gebäuden an die Fernwärme geben. Die Verringerung der CO₂-Emissionen könnte also zusammen mit der enormen fundamentalen Angebotsknappheit und



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

den schwachen Wirtschaftsaussichten im Bausektor zu erheblichen Produktivitätssteigerungen führen.

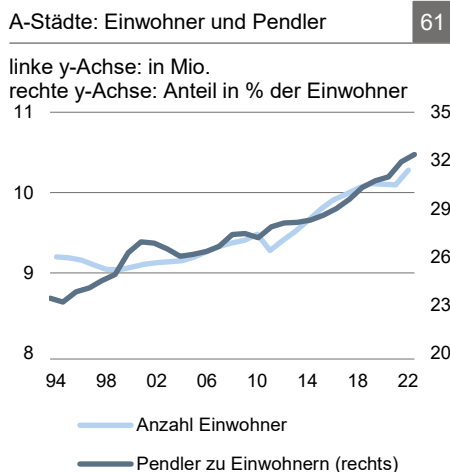
Büromarkt in Großstädten: Spitzenmieten und Anstieg



Quellen: vdp, Deutsche Bank Research

Der Zinsschock hat auch den Boom auf dem Büromarkt beendet. Vom Höchststand im 2. Quartal 2022 bis zum 3. Quartal 2023 sanken die Preise um 12%. Doch die Spitzenmieten in den Metropolen (A-Städte) stiegen im gleichen Zeitraum um 11%. Diese Wachstumsrate ist die höchste seit Beginn der Aufzeichnungen (bulwiengesa). Bundesweit stiegen die Mieten um fast 6% (vdp). Wir gehen davon aus, dass die Mieten auch im Jahr 2024 weiter stark steigen werden. Dies sollte zu einer Stabilisierung der Marktpreise in H2 2024 beitragen. Anschließend erwarten wir, dass sich die Preise mit den Inflationsraten weiter nach oben bewegen werden. Aufgrund der aktuellen Stimmung gehen wir jedoch davon aus, dass die Preise im ersten Halbjahr 2024 weiter sinken werden.

Trotz des starken Mietanstiegs, der das Gegenteil vermuten lässt, stiegen die Leerstandsquoten in den Metropolen und erreichten im dritten Quartal 2023 4,3% und damit 2%-Punkte über dem Allzeittief von 2,3% im Jahr 2020. Der historische Median liegt jedoch bei 6%, sodass die Nachfrage nach Büros immer noch relativ hoch ist. Darüber hinaus zeigen die jährlichen Daten von bulwiengesa, dass sich die Leerstandsquote von 2019 bis 2022 in C-Städten im Durchschnitt seitwärts bewegte und in D-Städten von 4,6% auf 3,9% fiel. Dies verdeutlicht den geringen Markteinfluss von Homeoffice auf die Büronachfrage insgesamt. Dies ist eine Einschätzung, die wir bereits im Jahr 2020 getroffen haben. Laut dem ifo-Institut wird Homeoffice nur durchschnittlich 17% der Arbeitszeit genutzt und Arbeitnehmer, die Homeoffice nutzen können, durchschnittlich 1,5 Tage pro Woche von zu Hause arbeiten. Unsere Analysen zeigen deutlich, dass diese Zahlen die Nachfrage nach Büroflächen nicht grundlegend verändern.



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Wir sind jedoch der Meinung, dass der Unterschied in den Leerstandsquoten zwischen Metropolen und kleineren Städten eine andere Ursache hat. In den Metropolen könnte die Infrastruktur ein wichtiger Engpass für die Büronachfrage sein. Es ist schwierig, die Auswirkungen zu quantifizieren. Von 2011 bis 2022 ist die Zahl der Einwohner in A-Städten jedoch von 9,3 Millionen auf 10,3 Millionen gestiegen, und der Anteil der Pendler an den Einwohnern hat sich von 28% auf 32% erhöht. Viele mögen zustimmen, dass das Pendeln zur Arbeit heute mehr Zeit in Anspruch nimmt als in der Vergangenheit. In gewissem Maße könnte dies zu einer Verlagerung der Nachfrage von den Großstädten auf kleinere Städte und das Umfeld führen. Wir halten dies für ein strukturelles Merkmal. In den letzten Jahren haben insbesondere die Metropolen versucht, den Autoverkehr durch die Reduzierung von Parkplätzen, komplette Straßensperrungen und ähnliche Maßnahmen zu reduzieren. Auch der öffentliche Personennahverkehr ist oft unzuverlässig und in vielen Regionen ist die Infrastruktur sanierungsbedürftig. Für Büros in Großstädten erwarten wir daher, dass die Leerstandsquote bis Ende 2024 auf 5% ansteigen wird. Danach gehen wir von stabilen Leerstandsquoten in den Metropolen aus, da das zusätzliche Angebot neuer Büros wahrscheinlich gering sein wird. In kleineren Städten dürfte die Leerstandsquote in etwa auf dem derzeitigen Niveau bleiben.

Logistikboom und Einzelhandelsmisere werden wohl anhalten

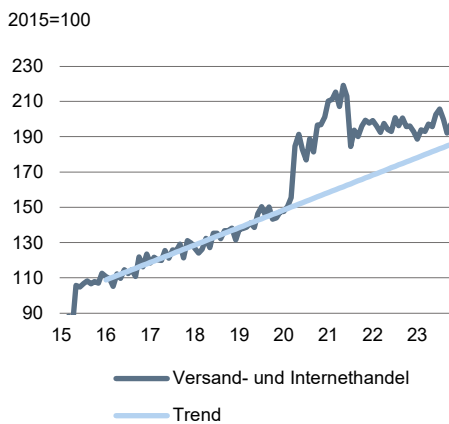
Die Preise und Mieten im Einzelhandel schrumpfen weiter. Seit dem Höchststand im Jahr 2017 sind die Preise bundesweit um mehr als 20% und die Mieten um fast 9% gesunken (vdp). Alleine im Jahr 2023 sanken die Preise um mehr als 9% und die Mieten im Durchschnitt um rund 2%. Die Strukturkrise setzt



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

Einzelhandel: Nominale Online-Umsätze

62



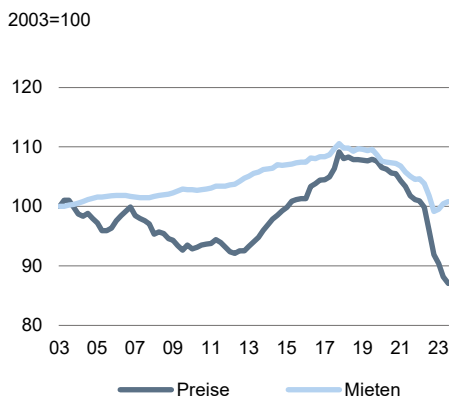
Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

sich fort. Im Laufe der Pandemie stieg der Anteil des Online-Handels von unter 21% im Jahr 2019 auf 25% im Jahr 2021 und bewegt sich seither in etwa seitwärts. Im Non-Food-Sektor liegt der Anteil der Online-Verkäufe immer noch bei unter 1%. Für 2024 erwarten wir einen etwas höheren Anteil an Online-Verkäufen von rund 26% und etwas über 1%. Der Trend zu mehr Online-Einkäufen ist ungebrochen.

Auf sehr lange Sicht wird der Anteil der Online-Verkäufe aber abflachen. Der stationäre Handel hat nach wie vor seine Vorteile, wie z.B. keine Rücksendungen, Beratung und Anfassen der Ware. Darüber hinaus machen sich auf dem Logistikmarkt zunehmend Kapazitätsgrenzen bemerkbar. Insbesondere der Mangel an Lkw-Fahrern, fehlende Autobahnparkplätze, die Zurückhaltung bei der Ausweisung neuer Gewerbeflächen für Lagerhallen und der hohe Widerstand gegen die Versiegelung weiterer Flächen dürften über kurz oder lang zu einer Abflachung des Umsatzanteils des Online-Marktes führen. Darüber hinaus zielen eine Regierungsinitiative und viele lokale Bemühungen darauf ab, die Stadtzentren neu zu erfinden. Die Idee ist freiwerdende Einzelhandelsflächen mit mehr Räumen für Begegnungen, mehr touristische Attraktionen, mehr Handwerksbetriebe und mehr hochwertige Produktion zu füllen. Wir gehen davon aus, dass die Anteile der Online-Verkäufe zwischen 35% und 50% für Non-Food und zwischen 3% und 20% für Lebensmittel konvergieren werden.

Einzelhandelsimmobilien

63



Quellen: vdp, Deutsche Bank Research

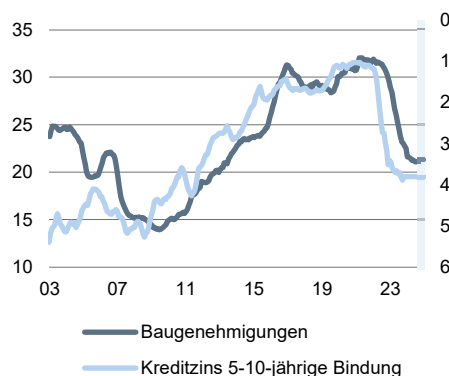
Was wird im Jahr 2024 geschehen? Wir erwarten, dass der reale private Verbrauch in den Jahren 2024 um etwa 1% zunimmt. Die hohe Inflation dürfte auch dem Einzelhandel helfen, ebenso wie ein weiterer Anstieg der Bevölkerung. Aufgrund der beschriebenen Strukturkrise prognostizieren wir jedoch einen weiteren Rückgang der Preise um 3% und der Mieten um 1%. Diese Entwicklungen kommen der Logistikbranche zugute. Die Spitzenmieten für Logistikflächen in den Metropolen steigen im Jahr 2023 um durchschnittlich 15%. Zuvor war 2019 das Jahr mit dem stärksten Mietwachstum von 5,2% (bulwiengesa). Doch auch in diesem Sektor wirkte sich der Zinsschock negativ aus. In den Metropolen sanken die Preise im Durchschnitt um 4%. Dieser Rückgang ist wohl auch eine Gegenreaktion für den außergewöhnlich hohen Preisanstieg von rund 40% von 2019 bis 2022.

Bauinvestitionen: Stabilisierung im Jahr 2024

Baugenehmigungen: Wohnungsbau

64

linke y-Achse: Anzahl in '000 pro Monat
rechte y-Achse: in %, invertiert



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Im Jahr 2023 sinkt die Zahl der Wohnungsbaugenehmigungen auf rund 260.000, nach 354.000 im Jahr 2022 und 380.000 im Jahr 2021. Wir prognostizieren (Datenveröffentlichung im Mai 2024), dass die Zahl der fertiggestellten Wohnungen im Jahr 2023 nur noch 214.500 und im Jahr 2024 211.900 betragen wird. Dabei handelt es sich um eine modellgestützte Prognose, die die historische Elastizität der Genehmigungen in Bezug auf die Hypothekenzinsen und das Verhältnis zwischen Genehmigungen und Fertigstellungen berücksichtigt. Dabei gehen wir davon aus, dass sich die Hypothekenzinsen bis Ende 2024 bei 3,8% seitwärts bewegen. Die Prognose für 2024 ist eine ziemliche Überraschung, da wir zunächst von einem weiteren starken Rückgang ausgingen. Aber das Modell hat in der Vergangenheit relativ zuverlässige Prognosen geliefert. Der Prognosefehler liegt im Durchschnitt bei 900 Einheiten, und der größte Fehler war eine Überschätzung von 20.900 Einheiten im Jahr 2016. Eine einfache Robustheitsprüfung untermauert diese Prognosen ebenfalls. Im Jahr 2013 wurden 214.800 Wohnungen gebaut. Damals betrug die Auftragsreichweite 2,9 Monate und die Kapazitätsauslastung 72,9%. Im November 2023 betragen diese Variablen 3,7 Monate und 71,0%. Unsere Prognosen dürften also selbst bei einer weiteren Verschlechterung der Auftragslage ein guter Richtwert sein.

Wenn die Prognose für die fertiggestellten Wohnungen zutrifft, wird der Auftragsbestand im Wohnungsbau über das Jahr 2024 leicht zulegen. Im Jahr 2023

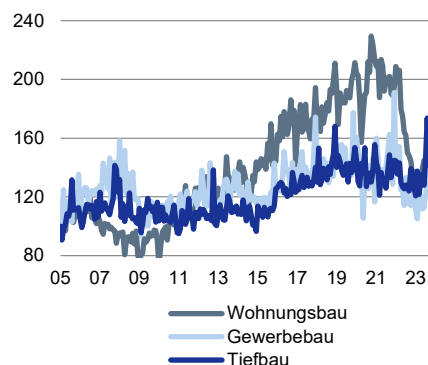


Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

2005-2023 Auftragseingang

65

2005=100



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

bewegt er sich in etwa seitwärts. Die Aufträge und Genehmigungen im gewerblichen Bereich haben sich bereits im zweiten Halbjahr 2023 etwas verbessert. Im Tiefbau führte die Energiewende sogar zu einem sprunghaften Anstieg der Großaufträge. Vor allem der Bau der Energieinfrastruktur, die Windenergie von der Ostsee nach Süddeutschland transportieren soll (Südlink), ließ die Aufträge in die Höhe schnellen. Dies dürfte dazu beitragen, die Baukonjunktur im Jahr 2024 zu stabilisieren. So werden die Bauinvestitionen im Tiefbau voraussichtlich um 1,0% zunehmen. Dagegen werden der Wohnungsbau und der Wirtschaftsbau um 2,8% bzw. 1,8% zurückgehen, sodass sich für die gesamten Bauinvestitionen ein Minus von 2,5% ergibt. Dies ist jedoch hauptsächlich auf einen negativen Wachstumsüberhang im Jahr 2023 und eine weitere Schrumpfung im ersten Halbjahr 2024 zurückzuführen. Danach erwarten wir, dass sich der Bausektor zu stabilisieren beginnt. Für einen Sektor, der dann über vier Jahre einen realen Investitionsrückgang von 8% zu verzeichnen hatte, sind das gute Nachrichten.

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



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

Finanzmarktprognosen

| | US | JP | EWU | GB | CH | SE | NO | PL | HU | CZ |
|------------------------|-------|-------|------|------|----|----|----|------|-------|------|
| Leitzinssatz, % | | | | | | | | | | |
| Aktuell | 5,375 | -0,10 | 4,00 | 5,25 | | | | 5,75 | 10,47 | 7,00 |
| Dez 23 | 5,375 | -0,10 | 4,00 | 5,25 | | | | 5,75 | 10,00 | 6,75 |
| Mrz 24 | 5,375 | 0,10 | 4,00 | 5,25 | | | | 5,50 | 8,00 | 5,75 |
| Jun 24 | 4,875 | 0,10 | 3,00 | 5,00 | | | | 5,00 | 7,00 | 4,75 |

3M Geldmarktsatz, %

| | | | | | | | | | | |
|---------|------|------|--|--|--|--|--|--|--|--|
| Aktuell | 5,63 | 0,03 | | | | | | | | |
| Dez 23 | 5,35 | 0,00 | | | | | | | | |
| Mrz 24 | 5,20 | 0,15 | | | | | | | | |
| Jun 24 | 4,60 | 0,15 | | | | | | | | |

Rendite 10J Staatsanleihen, %

| | | | | | | | | | | |
|---------|------|------|------|------|--|--|--|--|--|--|
| Aktuell | 4,24 | 0,77 | 2,27 | 4,07 | | | | | | |
| Dez 23 | 4,40 | 0,70 | 2,85 | 4,00 | | | | | | |
| Mrz 24 | 4,25 | 0,85 | 2,75 | 4,00 | | | | | | |
| Jun 24 | 4,10 | 0,80 | 2,60 | 3,95 | | | | | | |

Wechselkurse

| | EUR/USD | USD/JPY | EUR/GBP | GBP/USD | EUR/CHF | EUR/SEK | EUR/NOK | EUR/PLN | EUR/HUF | EUR/CZK |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Aktuell | 1,08 | 146,18 | 0,86 | 1,26 | 0,95 | 11,29 | 11,79 | 4,33 | 383,31 | 24,41 |
| Dez 23 | 1,07 | 150,00 | 0,88 | 1,22 | 0,96 | 11,25 | 11,50 | 4,50 | 385,00 | 24,50 |
| Mrz 24 | | | | | | | | | | |
| Jun 24 | 1,07 | 143,00 | 0,89 | 1,20 | 0,98 | 11,25 | 11,00 | | | |

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?

Deutschland: Datenmonitor

| | Q4 2022 | Q1 2023 | Q2 2023 | Q3 2023 | Q4 2023 | Jun 2023 | Jul 2023 | Aug 2023 | Sep 2023 | Okt 2023 | Nov 2023 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Konjunkturumfragen | | | | | | | | | | | |
| Gesamtwirtschaft | | | | | | | | | | | |
| ifo Geschäftsklima | 87,0 | 91,3 | 91,1 | 86,3 | | 88,7 | 87,3 | 85,8 | 85,9 | 86,9 | 87,3 |
| ifo Geschäftserwartungen | 80,5 | 88,0 | 87,7 | 83,1 | | 83,9 | 83,5 | 82,8 | 83,1 | 84,8 | 85,2 |
| Produzierendes Gewerbe | | | | | | | | | | | |
| ifo Verarbeitendes Gewerbe | 89,0 | 94,3 | 92,8 | 86,3 | | 89,1 | 87,1 | 85,9 | 86,0 | 86,2 | 87,2 |
| Produktion (% gg. Vp.) | 0,0 | 1,1 | -0,8 | -2,1 | | -1,0 | -1,3 | 0,6 | -1,7 | -0,5 | |
| Auftragseingang (% gg. Vp.) | -3,5 | 0,0 | 0,5 | -3,8 | | 7,6 | -11,4 | 1,9 | 0,7 | -3,7 | |
| Grad der Kapazitätsauslastung | 84,9 | 84,6 | 84,2 | 82,9 | 81,9 | | | | | | |
| Bauhauptgewerbe | | | | | | | | | | | |
| Produktion (% gg. Vp.) | -0,8 | 3,6 | -0,8 | -1,4 | | -3,4 | 2,1 | -3,2 | 2,2 | -2,6 | |
| Auftragseingang (% gg. Vp.) | -1,0 | -4,0 | 2,0 | 14,3 | | -2,0 | 9,6 | 10,8 | -7,3 | | |
| ifo Bauhauptgewerbe | 90,2 | 91,7 | 91,9 | 87,1 | | 90,9 | 89,0 | 86,5 | 85,8 | 85,9 | 86,6 |
| Konsumentennachfrage | | | | | | | | | | | |
| EC Konsumentenbefragung | | | | | | | | | | | |
| Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.) | -25,1 | -17,4 | -13,3 | -14,8 | | -13,7 | -13,5 | -15,2 | -15,8 | -15,5 | -16,5 |
| Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.) | -2,2 | -0,2 | 0,7 | -0,9 | | -0,6 | 0,0 | -1,1 | -0,1 | 1,1 | |
| | 29,6 | 6,5 | 19,3 | 17,7 | | 24,8 | 18,1 | 37,3 | -0,1 | 4,9 | -5,7 |
| Außenhandel | | | | | | | | | | | |
| Auslandsaufträge (% gg. Vp.) | -5,3 | 1,7 | -0,6 | -1,5 | | 11,9 | -12,7 | 1,6 | 5,0 | -7,6 | |
| Exporte (% gg. Vp.) | 0,0 | -2,0 | -1,3 | -2,0 | | 0,4 | -1,6 | 0,2 | -2,5 | -0,2 | |
| Importe (% gg. Vp.) | -5,6 | -5,7 | -2,5 | -2,7 | | -2,2 | -1,0 | -0,2 | -1,9 | -1,1 | |
| Nettoexporte (EUR Mrd.) | 33,4 | 46,6 | 50,2 | 51,7 | | 18,2 | 17,2 | 17,7 | 16,7 | 17,8 | |
| Arbeitsmarkt | | | | | | | | | | | |
| Arbeitslosenquote (%) | 5,5 | 5,5 | 5,6 | 5,7 | | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,8 | 5,9 |
| Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.) | 28,7 | 5,0 | 62,3 | 47,7 | | 32,0 | 3,0 | 22,0 | 12,0 | 31,0 | 22,0 |
| Beschäftigung (% gg. Vj.) | 1,1 | 1,0 | 0,8 | 0,7 | | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | |
| ifo Beschäftigungsbarometer | 99,0 | 99,8 | 98,8 | 96,6 | | 98,3 | 97,1 | 97,0 | 95,8 | 96,2 | 95,9 |
| Preise, Löhne und Arbeitskosten | | | | | | | | | | | |
| Preise | | | | | | | | | | | |
| HVPI (% gg. Vj.) | 10,8 | 8,8 | 6,9 | 5,7 | | 6,8 | 6,5 | 6,4 | 4,3 | 3,0 | 2,3 |
| Kern-HVPI (% gg. Vj.) | 5,2 | 5,5 | 5,6 | 5,8 | | 6,1 | 6,2 | 6,3 | 4,8 | 4,2 | 3,5 |
| Harmonisierter PPI (% gg. Vj.) | | | | | | | | | | | |
| Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.) | 1,9 | -15,0 | -23,5 | | | -20,2 | -15,5 | -18,3 | | | |
| Rohöl, Brent (USD/Bbl) | 89,6 | 84,2 | 78,6 | 86,0 | | 75,5 | 80,2 | 85,2 | 92,6 | 89,2 | 83,0 |
| Inflationserwartungen | | | | | | | | | | | |
| EC Haushaltsumfrage | 42,9 | 26,3 | 21,5 | 22,4 | | 17,9 | 19,5 | 23,4 | 24,4 | 20,5 | 18,3 |
| EC Unternehmensumfrage | 49,3 | 26,5 | 9,8 | 3,4 | | 6,0 | 3,2 | 2,4 | 4,5 | 5,5 | 1,7 |
| Lohnstückkosten (gg. Vj.) | | | | | | | | | | | |
| Lohnstückkosten | 5,3 | 6,0 | 7,2 | 7,8 | | | | | | | |
| Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer | 4,1 | 5,5 | 6,1 | 6,1 | | | | | | | |
| Arbeitnehmerentgelt je Stunde | 6,4 | 5,3 | 5,9 | 6,9 | | | | | | | |
| Monetärer Sektor (gg. Vj.) | | | | | | | | | | | |
| M3 | 5,1 | 3,0 | 2,0 | -0,5 | | 2,0 | 0,8 | -0,8 | -0,5 | -0,4 | |
| Trend von M3* | | | | | | 2,6 | 1,9 | 0,7 | -0,2 | -0,6 | |
| Kredite an Unternehmen und Privatpersonen | 6,8 | 5,5 | 4,0 | 1,4 | | 4,0 | 3,0 | 1,9 | 1,4 | 0,0 | |
| Kredite an öffentliche Haushalte | 7,3 | -7,1 | -9,2 | -13,7 | | -9,2 | -3,1 | -5,4 | -13,7 | -12,0 | |

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

Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bundesbank, Europäische Kommission, Eurostat, Statistisches Bundesamt, HWWI, ifo, S&P Global, HCOB



Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?



Ausblick Deutschland

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

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

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

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

- ▶ **Ausblick 2024: Das Jahr der Ernüchterung?** 13. Dezember 2023
- ▶ **Eine Double-Dip-Rezession** 17. Oktober 2023
- ▶ **„Halbzeitbilanz“ – Reformen zur Bewältigung der neuen Wachstumsherausforderung** 27. Juli 2023
- ▶ **Nur eine technische Rezession? Wirklich?** 29. Mai 2023
- ▶ **Die deutsche Wirtschaft – ein Jahr danach** 13. März 2023
- ▶ **Neue globale Realitäten** 21. Dezember 2022
- ▶ **Kein Konjunkturabsturz, aber immer noch Rezession** 25. November 2022

© 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