



Deutschland und Europa zwischen Inflation und Rezession: Quo vadis?

Sebastian Becker
Senior Economist
November 2022

sebastian-b.becker@db.com
+49 69 910-21548

Rezession in EWU und USA erwartet



Kernaussagen

1. **US-Rezession** im Jahr 2023 aufgrund kräftiger Zinsanhebungen der Fed (bis auf 5%). **China** durch Null-Covid-Politik und Immobilienprobleme gebremst. Beides belastet zusammen mit hohen Energie und Nahrungsmittelpreisen das **Wachstum der Schwellenländer**.
2. **Vertrauens- und Realeinkommenschock** führen bereits im Winterhalbjahr zu **Rezession in der EWU**.
3. **Die Inflation bleibt weiterhin hoch**, da zunehmend Zweitrundeneffekte auftreten.
4. **Um Inflationsverfestigung zu vermeiden**, wird **EZB** – trotz Rezession – **Geldpolitik weiter verschärfen**.
5. **Historische Zeitenwende**: Abnehmende Globalisierungsgewinne, die Kosten der Dekarbonisierung, höhere Ausgaben für Sicherheit und die demografischen Belastungen führen zu Wohlfahrtsverlusten und verschärften Verteilungskonflikten.

Geopolitische Annahmen



Russland-Ukraine-Krieg:

- Kaum Veränderungen der Frontlinie während der Wintermonate. Mehr asymmetrische Angriffe
- Erneute Offensiven im Frühjahr dürften wenig Veränderung bringen -> Übergang zu einem „Frozen Conflict“
- Gegenwärtige Sanktionen bleiben in Kraft
- EU-Embargo und G7-Ölpreisdeckel am 5. Dez. bzw. 5. Feb. (für Mineralölprodukte)

Der Ukraine-Krieg dürfte die deutsche Wirtschaft in 2022 knapp EUR 90 Mrd. kosten. Zusammen mit der Corona-Pandemie dürfte der Krieg – bis dato – zu einem Verlust von EUR 125 Mrd. an Bruttoanlageinvestitionen und einem niedrigen Wachstumspotenzial führen (IW-Kurzbericht Nr.91/2022)

US-China-Spannung:

- Neue US-Exportkontrollen (7.10.), die die chinesische Halbleiter- und Supercomputer-industrie treffen sollen, zeigen, dass die USA ihren relativen Technologievorsprung verteidigen wollen
- Bis dato hat China noch nicht reagiert
- Der Konflikt wird in 2023 den globalen Handel weiter belasten

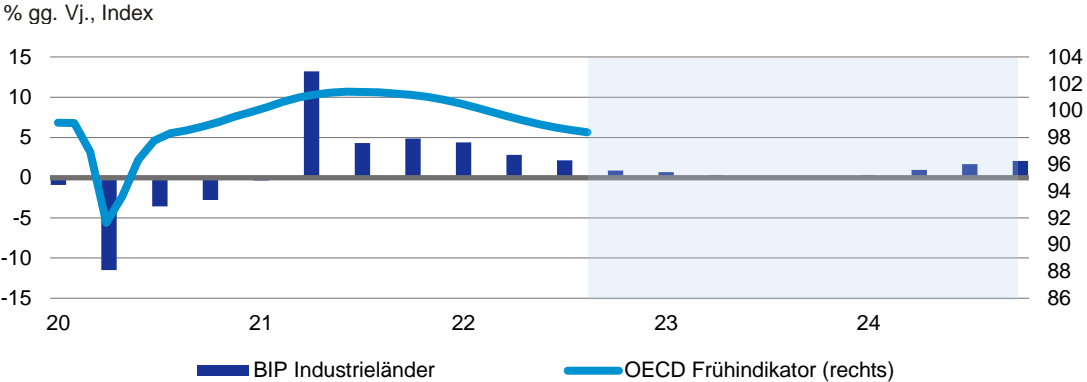
Welthandel:

- Die WTO prognostiziert für 2023 nur noch ein Wachstum des Welthandels um 1% (nach 3,5% im laufenden Jahr)

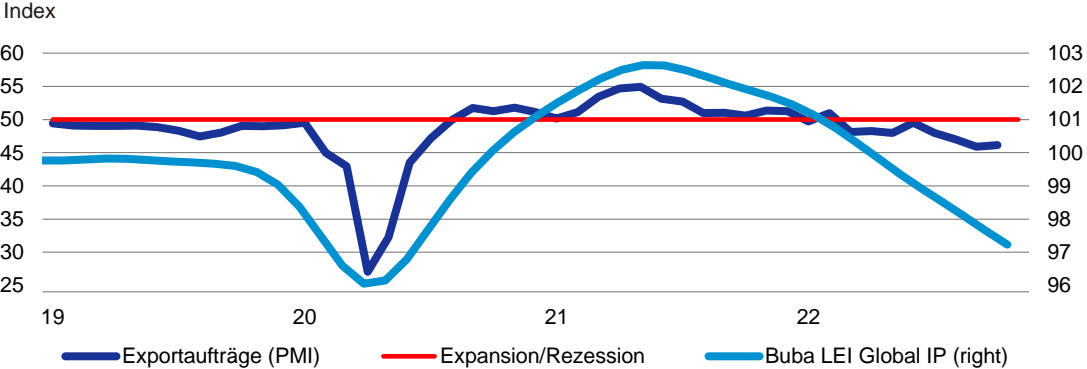


Rezession spätestens im Jahr 2023

Weltwirtschaft: Verlangsamung



Schwächesignale für den Welthandel



Globale Wirtschaft

Reales BIP, % gg.Vj.

	2020	2021	2022P	2023P
USA	-2,8	5,9	2,0	0,6
Japan	-4,6	1,7	1,4	0,9
Eurozone	-6,3	5,3	3,0	-1,2
Deutschland	-3,7	2,6	1,4	-1,6
Frankreich	-7,9	6,8	2,5	-0,6
Italien	-9,1	6,7	3,3	-0,9
Spanien	-11,3	5,5	4,3	-0,5
Niederlande*	-3,9	4,9	4,5	0,2
Griechenland*	-8,7	8,0	5,7	1,1
Portugal*	-8,3	5,5	6,1	0,9
Irland*	5,6	13,4	7,8	3,2
Großbritannien	-11,0	7,5	4,5	-0,5
Asien ex Japan	-0,8	7,1	4,4	4,4
China	2,2	8,1	3,4	4,6
Indien	-6,6	8,3	7,0	6,0
Osteuropa	-2,0	5,6	2,6	2,0
Lateinamerika (ex Venezuela)	-6,6	6,8	2,9	1,2
Welt	-2,9	6,1	3,3	2,2

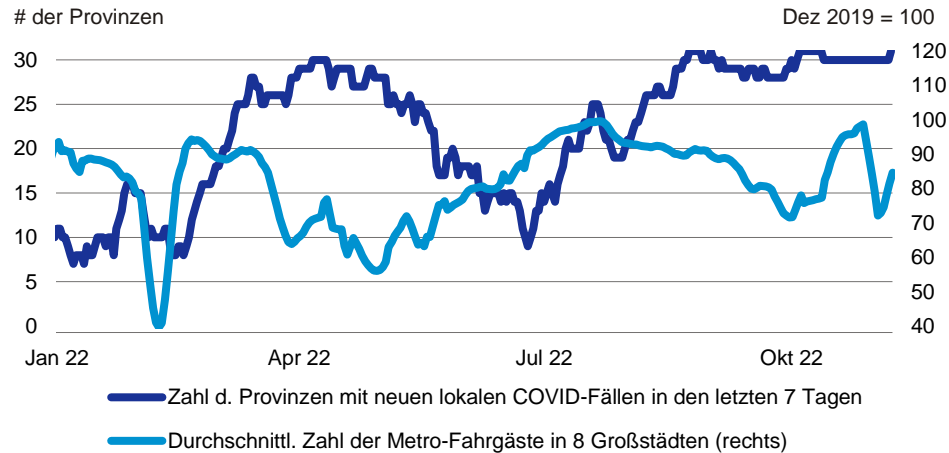
Quellen: IWF, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

* = Consensus Economics

China: Wenig Schwung für die Weltwirtschaft



COVID belastet Mobilität und Konsum



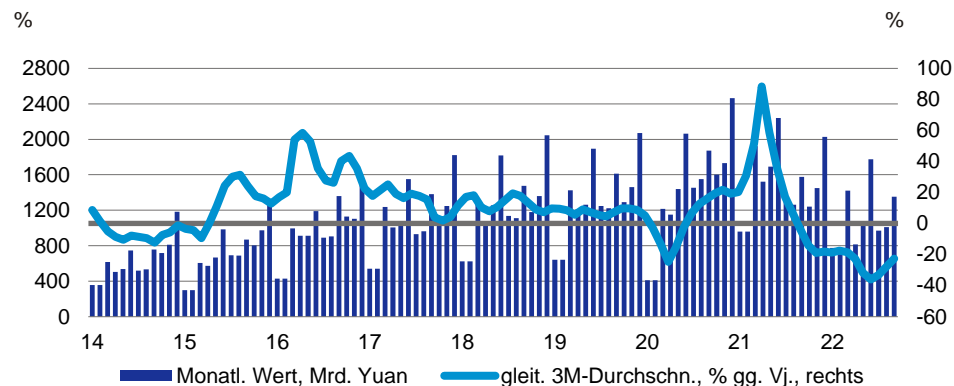
Quellen: Deutsche Bank Research, NBS, WIND

Das überraschend kräftige BIP-Wachstum in Q3 von 3,9% gg. Vj. war durch Sonderfaktoren getrieben.

Im Oktober hat der Außenhandel deutlich nachgegeben und die Einkaufsmanagerindizes sind tiefer unter 50 gesunken.

Wir erwarten weitere Belastungen durch die nur allmähliche Lockerung der Null-Covid-Politik und die zögerlicher als erwartete Erholung des Immobiliensektors. Wir haben daher unsere BIP-Prognose für 2023 von 5,0% auf 4,6% gesenkt.

Immobilienverkäufe weiterhin unter Vorjahr

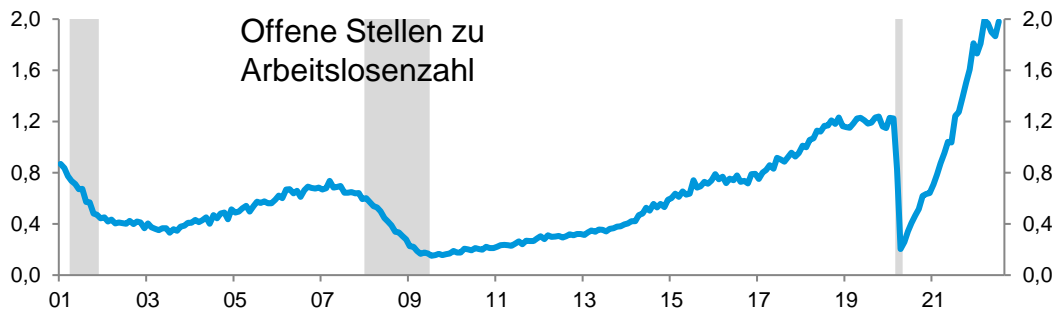


Quellen: Deutsche Bank Research, NBS, WIND

Inflationsabschwächung insbesondere wg. nachlassendem Energiepreisdruck

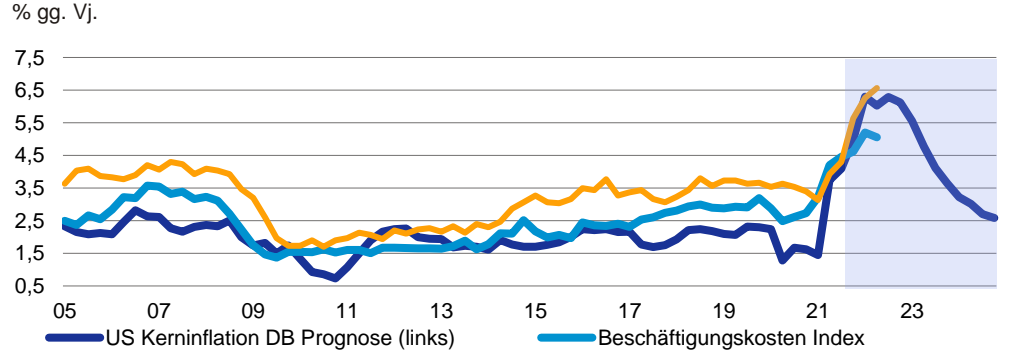


Historisch angespannter Arbeitsmarkt Ratio



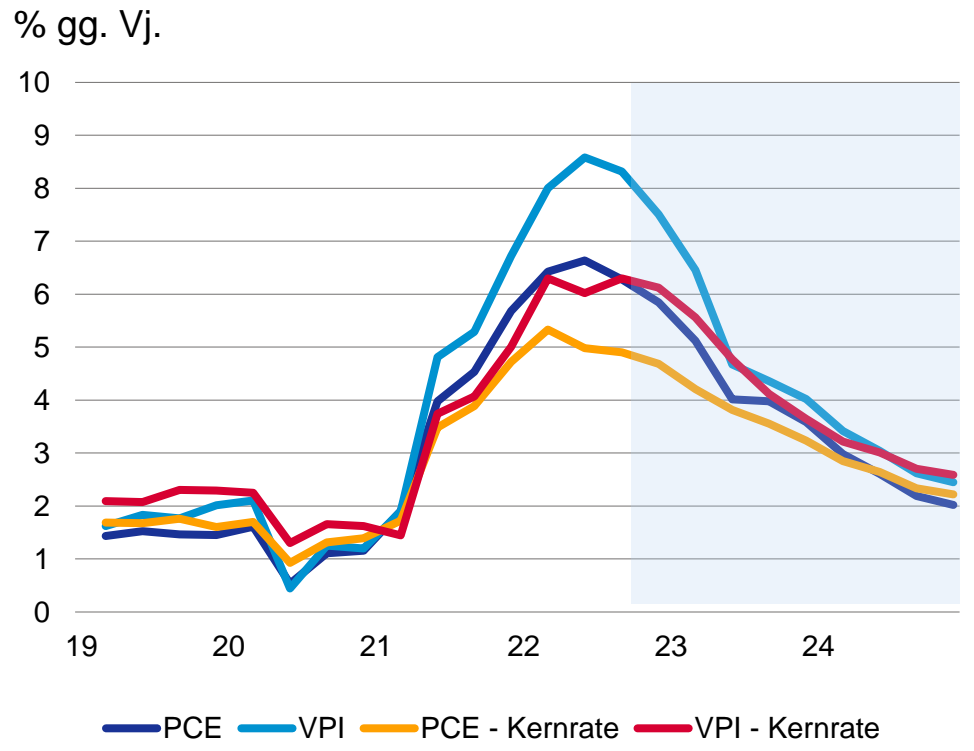
Quellen: BLS, Deutsche Bank

US Kerninflation & Beschäftigungskosten



Quellen: BLS, Deutsche Bank Research, Bloomberg Finance LP

USA: Inflationsprognose

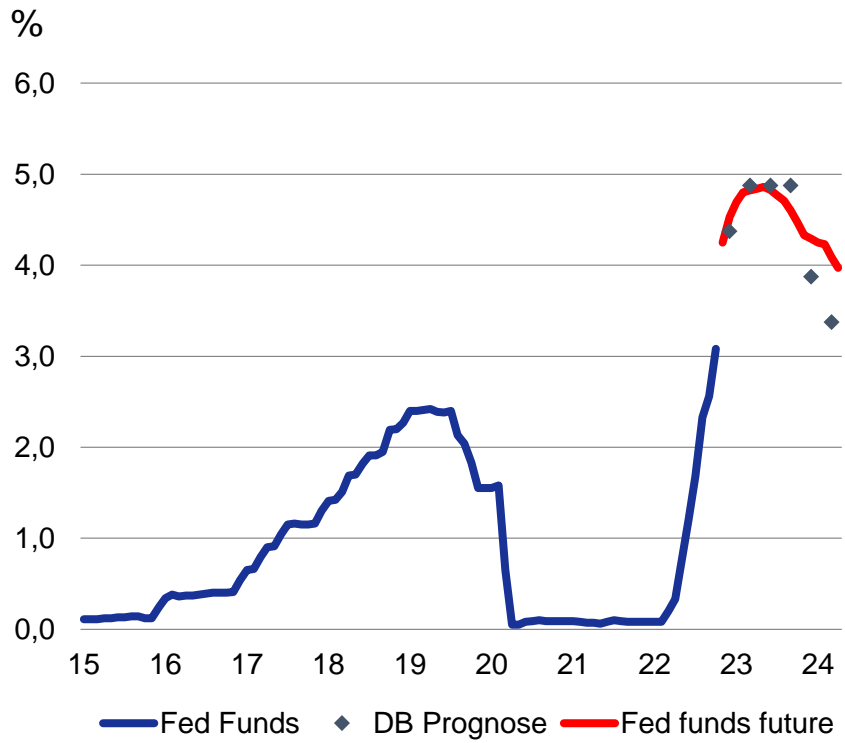


Quellen: BEA, Deutsche Bank

US-Leitzinsen steigen auf fast 5% ... (leichte) Rezession ab Mitte 2023



DB-Zinsprognose



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

USA: Prognosen auf einen Blick

% gg.Vj.

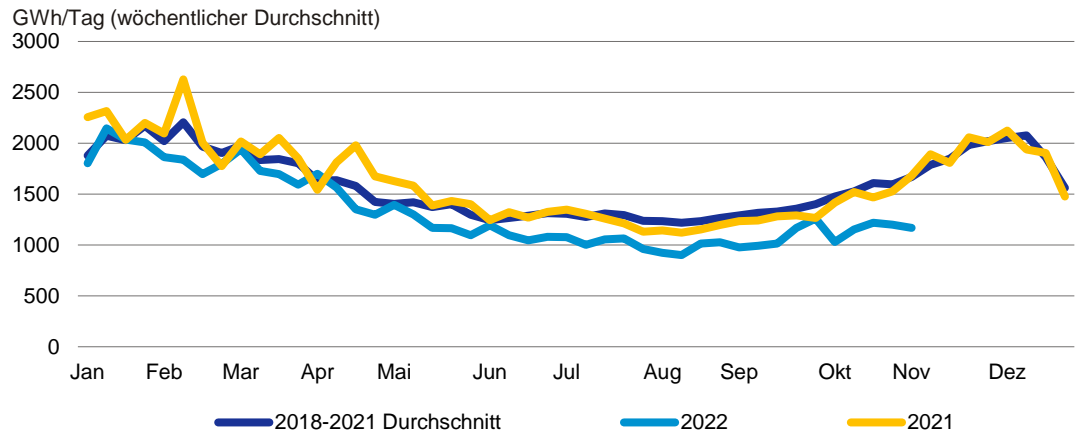
	2021	2022P	2023P	2024P
BIP	5,9	2,0	0,6	1,2
Privater Verbrauch	8,3	2,7	1,3	0,9
Investitionen	9,0	4,3	-4,7	3,0
Staatsausgaben	0,7	1,5	1,7	1,1
Exporte	6,1	7,2	1,5	0,6
Importe	14,1	8,9	-0,7	1,3
Lagerveränderungen (%-Punkte)	-0,1	0,7	-0,7	0,3
Außenbeitrag (%-Punkte)	-1,8	-0,8	0,3	-0,2
Industrieproduktion	5,5	4,4	0,3	0,4
Arbeitslosenquote, %	5,4	3,6	4,6	5,0
Verbraucherpreise	4,7	8,1	5,0	2,8
Kerninflation	3,6	6,3	4,9	2,9
Produktivität	1,5	-1,6	1,2	1,9

Quelle: Nationale Behörden, Deutsche Bank Research

Höhere Gaseinsparungen dank mildem Wetter und geringerer Exporte

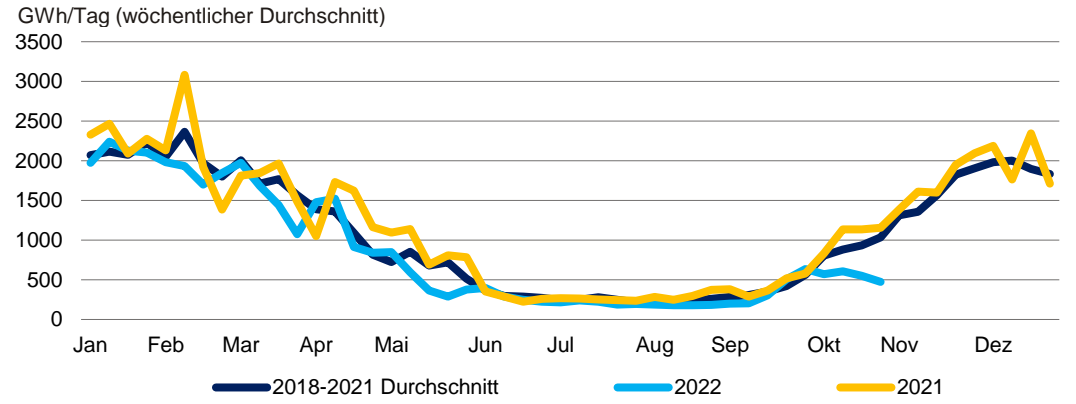


Gasverbrauch der Industrie deutlich unter 4-Jahresschnitt



Quellen: THE und Bundesnetzagentur

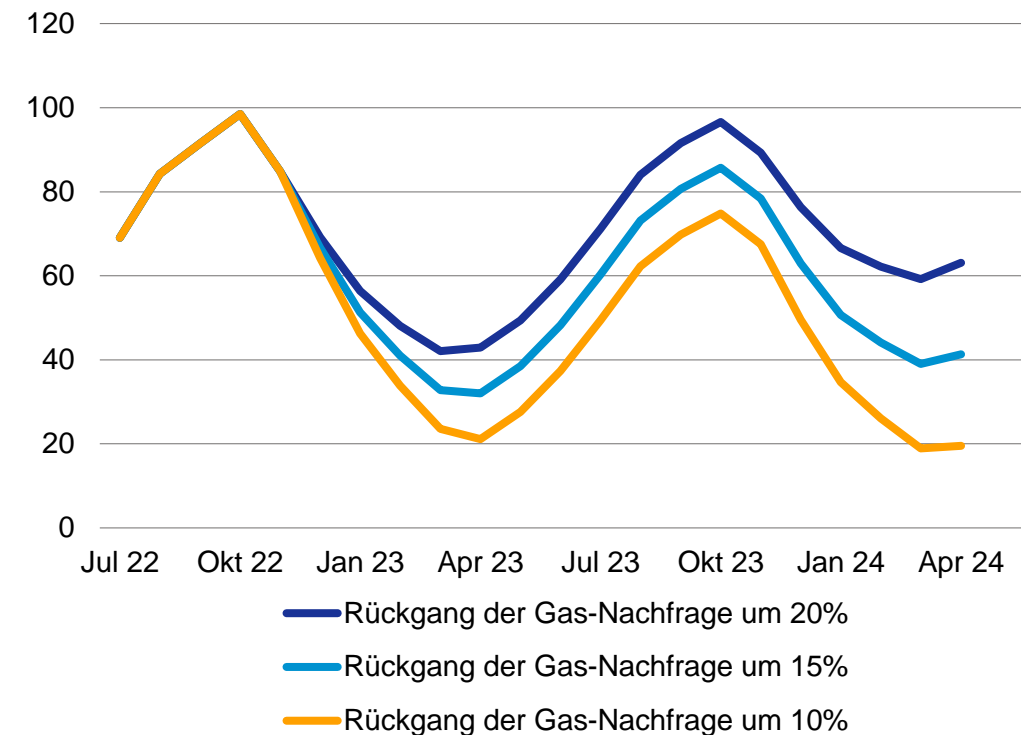
Verbrauch der Haushalte durch milde Temperaturen begünstigt



Quellen: THE und Bundesnetzagentur

Wohl keine Rationierungen im Winter

Gasspeicher-Füllstand in %, unter der Annahme, dass 35% der Gaseinfuhren durch Deutschland geleitet werden



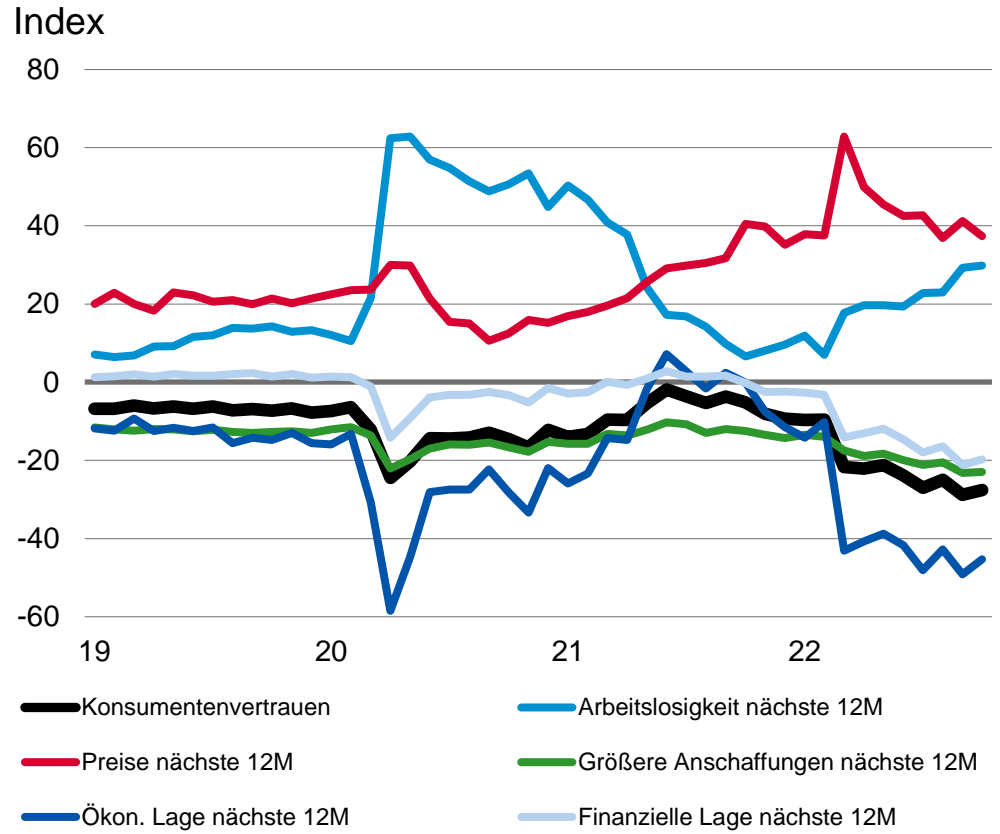
Annahme für Nov. 2022: Nachfragerückgang um 30 % gg. Vj.

Quelle: Deutsche Bank Research

Verbraucher leiden unter massivem Einkommensschock

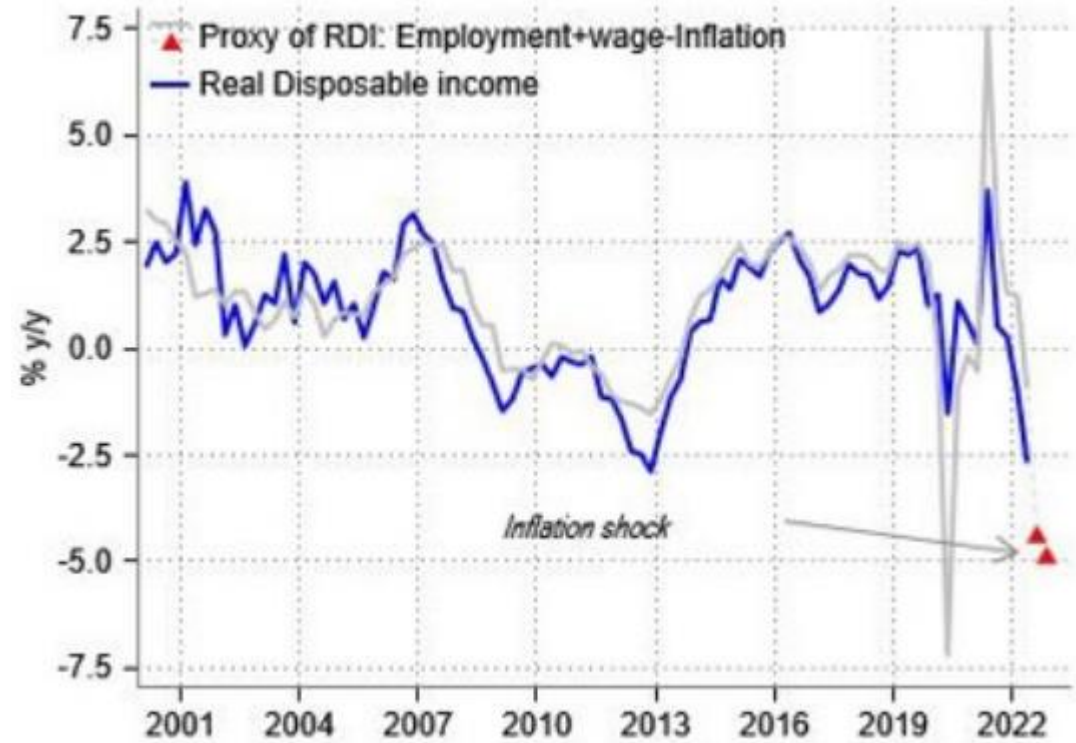


EWU: Konsumentenvertrauen



Quelle: EU-Kommission

EWU: Reales verfügbares Einkommen

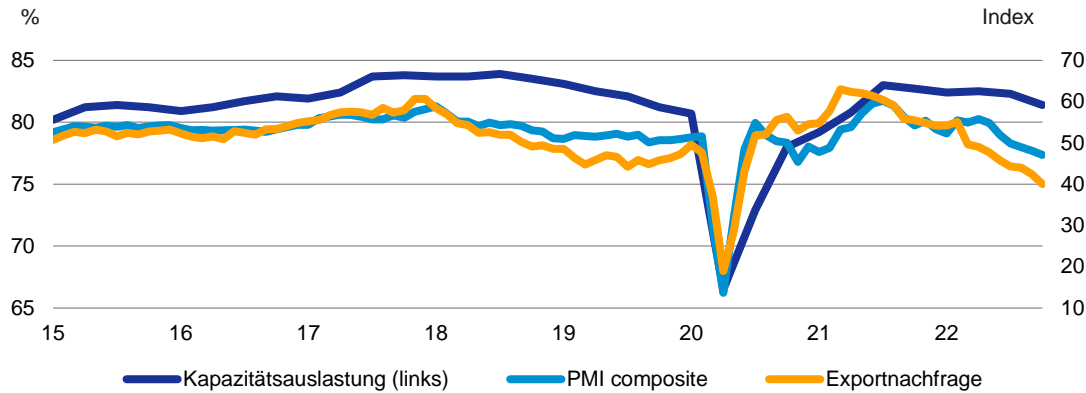


Quellen: Deutsche Bank Research, Macrobond



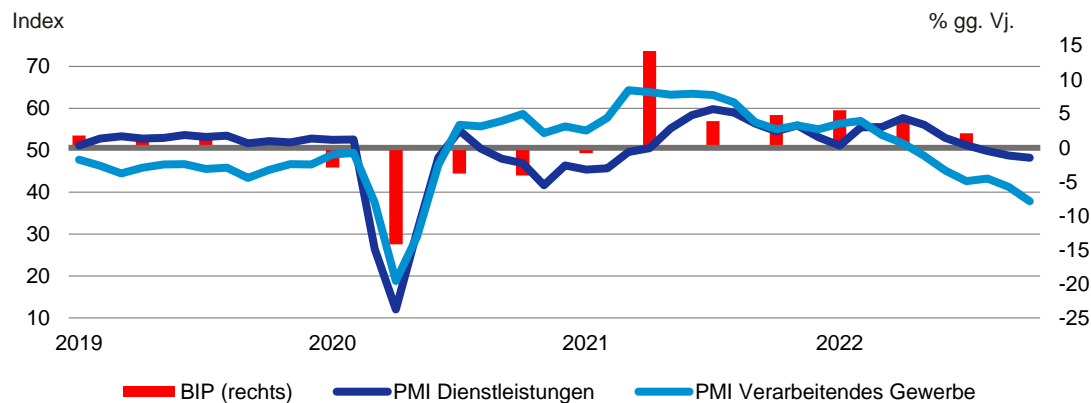
EWU: Aufholdynamik bei Dienstleistungen lässt nach

EWU: Noch mehr Gegenwind für die Industriekonjunktur



Quellen: EU-Kommission, IHS Markit

Dienstleistungen bieten weniger Gegengewicht für die Industrie



Quellen: IHS Markit, Eurostat

EWU: Länderübersicht

Reales BIP, % gg. Vj.

	2020	2021	2022P	2023P
Eurozone	-6,3	5,3	3,0	-1,2
Deutschland	-3,7	2,6	1,4	-1,6
Frankreich	-7,9	6,8	2,5	-0,6
Italien	-9,1	6,7	3,3	-0,9
Spanien	-11,3	5,5	4,3	-0,5
Niederlande*	-3,9	4,3	4,5	0,2
Belgien*	-5,4	6,1	2,4	0,3
Österreich*	-7,0	4,8	4,4	-0,2
Finnland*	-2,2	3,0	2,2	0,3
Griechenland*	-8,7	8,0	5,7	1,1
Portugal*	-8,3	5,5	6,1	0,9
Irland*	5,6	13,4	7,8	3,2

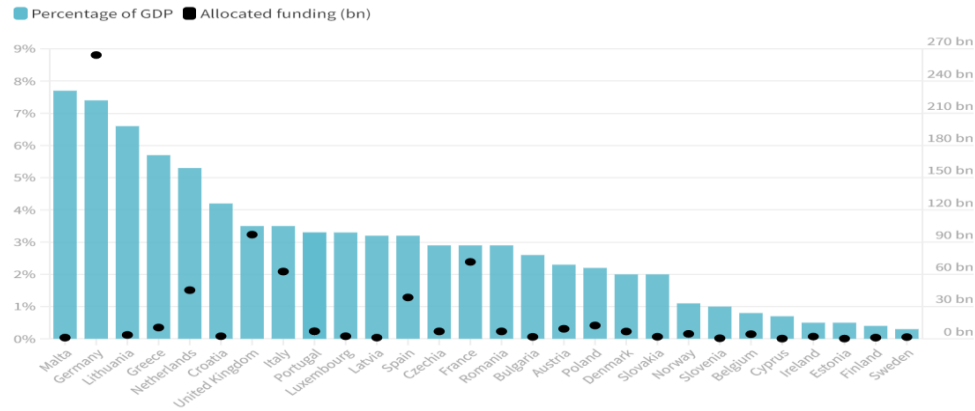
* = Consensus Economics

Quellen: IWF, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



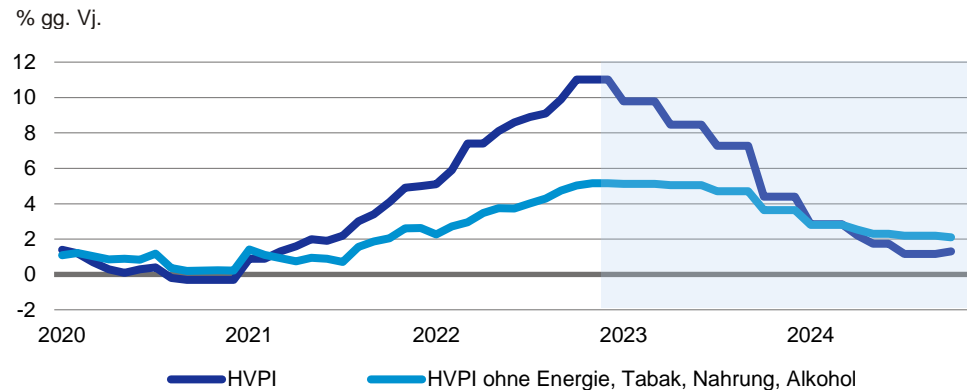
EZB: Fiskalpolitik ist nicht hilfreich

EU: Steuerpakete als Reaktion auf die Energiepreiskrise



Quelle: Bruegel

EWU: Inflation & DB-Prognosen



Quellen: Deutsche Bank Research, Eurostat

Seit Beginn der Energiekrise im September 2021 wurden **EU-weit EUR 573 Mrd. bereitgestellt**, um die Verbraucher vor den steigenden Energiekosten zu schützen.

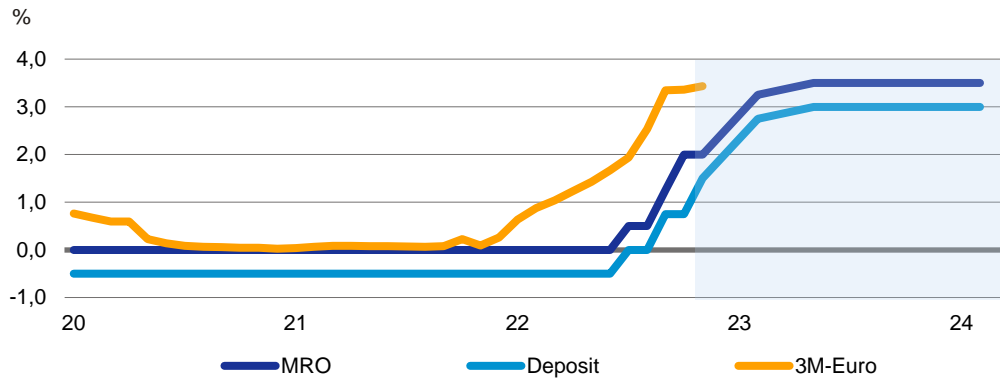
Deutschland stellt **EUR 264 Mrd.** zur Verfügung. Dieser beeindruckende Betrag wird durch eine Vielzahl kleiner und manchmal komplizierter Maßnahmen erreicht, die den stabilisierenden Effekt für das Konsumentenvertrauen mindern.

Viele Maßnahmen sind sehr breit gefächert und wirken den Straffungsbemühungen der EZB entgegen. **Der IWF schätzt, dass lediglich 0,4% des BIP (rund 50 Mrd. EUR) erforderlich wären, um nur die untersten 20% der Haushalte zu kompensieren.**



EZB: Zinserhöhungen noch mit begrenztem „Durchschlag“

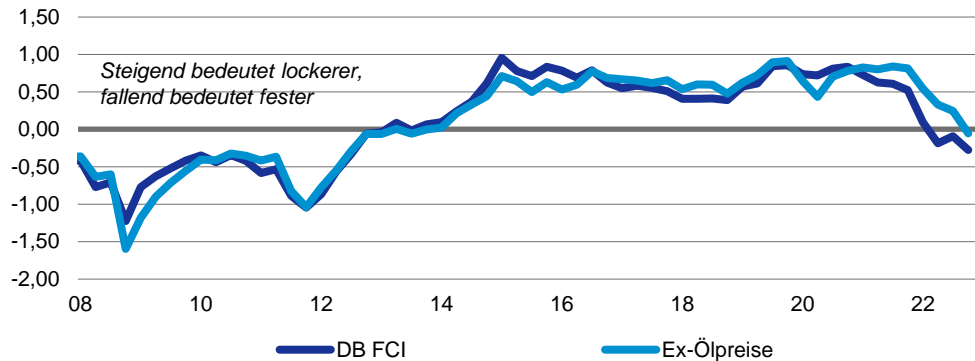
EZB Key rates



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Marktbasierter Financial Conditions Index (FCI)

Standardabweichung vom Durchschnitt

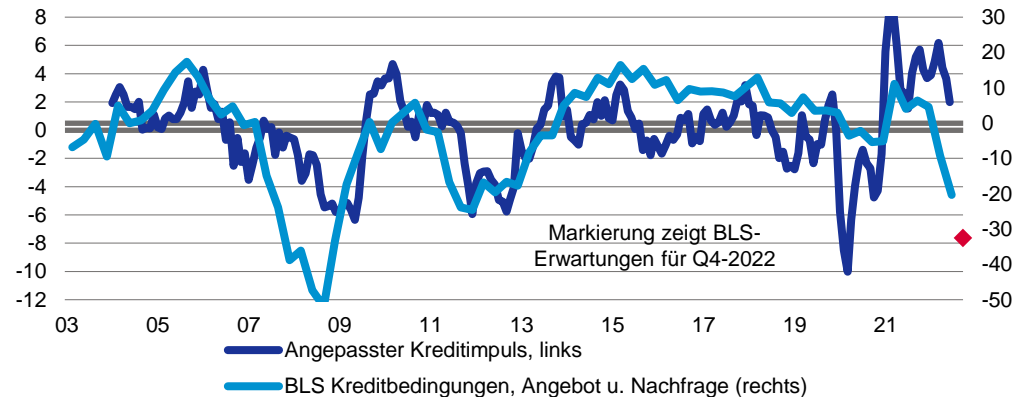


Quellen: Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP

Politik der EZB ist hauptsächlich datenabhängig, eigene Prognosen haben an Bedeutung verloren. Wir halten an unserer Basiserwartung einer **Terminal Rate von 3%** fest. Nach etwas vorsichtigeren Signalen der Oktober-EZB-Pressekonferenz **erwarten wir Anhebung um 50 Basispunkte im Dezember (vorher 75 Bp.)** und Februar sowie eine Anhebung um 25 Bp. im März und Mai.

Bankbasierte Financial Conditions

gleit. 3M, %-Punkte des BIP

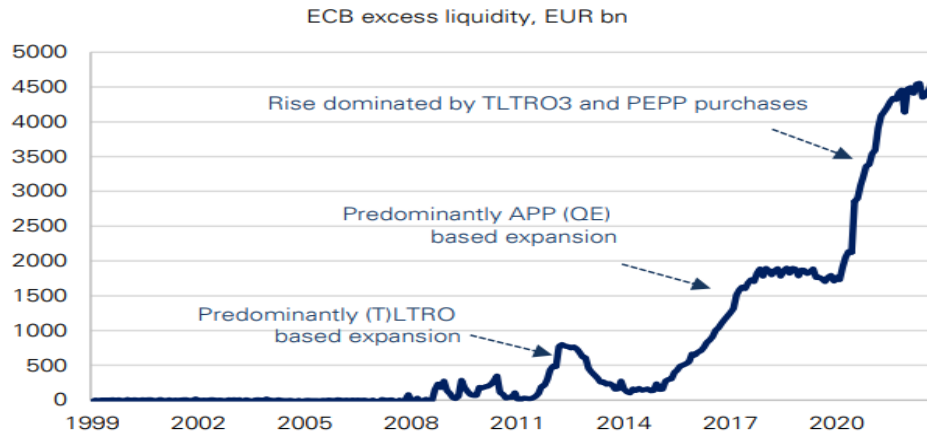


Quellen: Deutsche Bank, EZB, Eurostat, Haver Analytics LP



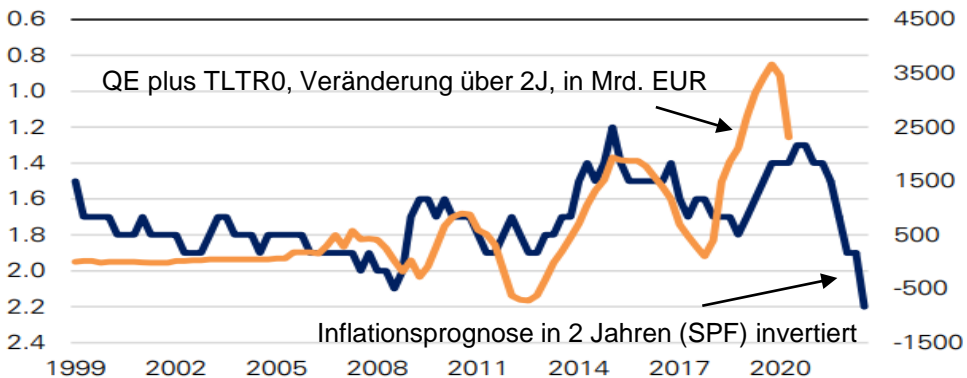
Bilanzverkürzung durch TLTRO-Abbau und (etwas) QT

Immer noch rund EUR 4,5 Bn. an Überschussliquidität



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Steigende Inflationserwartungen sprechen für Bilanzabbau



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Die hohe **Überschussliquidität** behindert die Transmission der geldpolitischen Straffung.

Bilanzverkürzung hauptsächlich über **Abbau der TLTROs** (EUR 2,1 Bn.) durch unattraktivere Verzinsung und zusätzliche Möglichkeiten zur vorzeitigen Rückzahlung.

Wohl allmähliche **Rückführung der APP-Reinvestitionen** (Volumen EUR 3,3 Bn.) von EUR 300 Mrd. p.A. auf etwa EUR 150 Mrd.

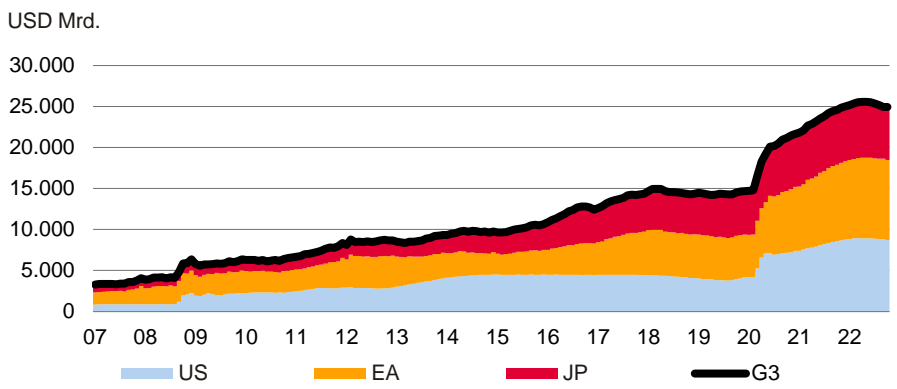
Rückflüsse aus dem **PEPP** (Volumen: EUR 1,7 Bn.) dürften wohl bis Ende 2024 vollständig reinvestiert werden.

Anhaltend hohe Inflationserwartungen sprechen für mittelfristig deutlicheren Bilanzabbau. **Aktive Verkäufe** aber wohl erst in einigen Jahren.



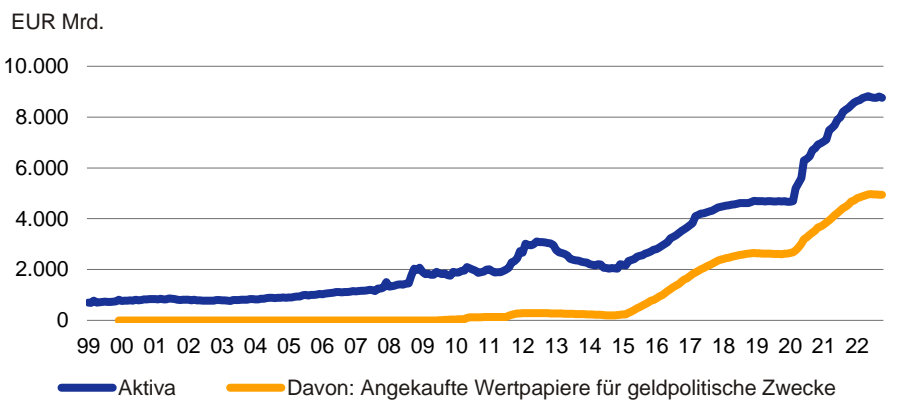
Die großen Notenbanken sitzen auf riesigen Wertpapierbeständen

G3: Zentralbankbilanzen



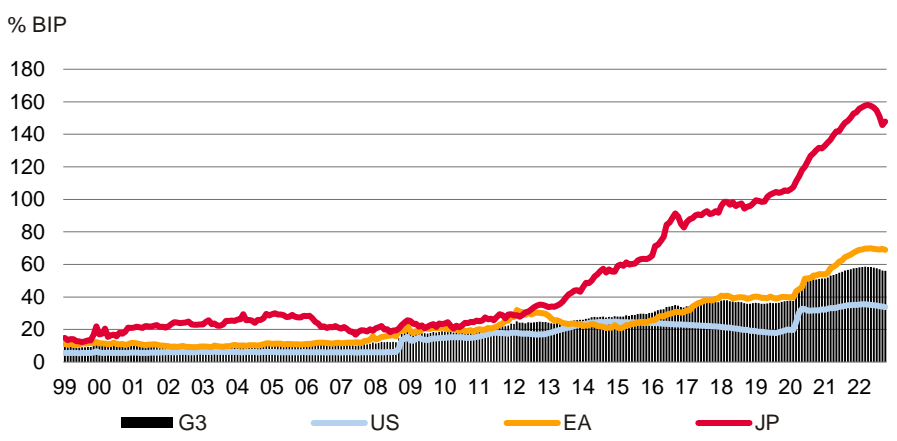
Quellen: Federal Reserve, EZB, Bank of Japan, Bank of England, WEFA, Deutsche Bank Research

EZB-Bilanz



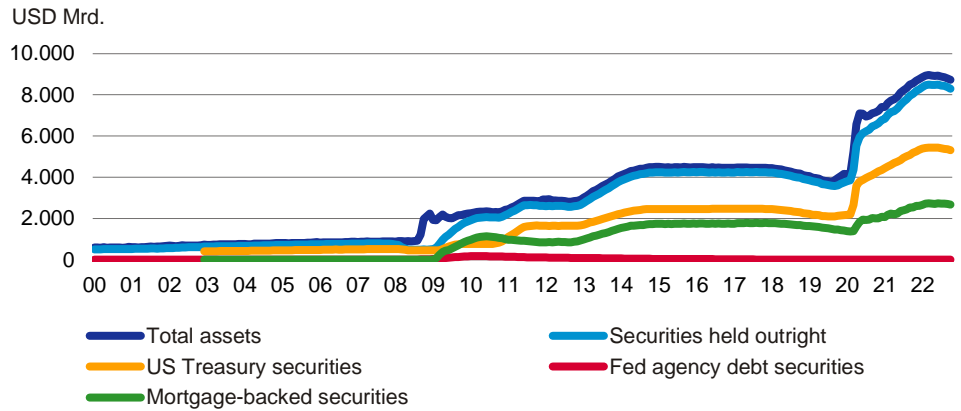
Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

G3: Zentralbankbilanzen



Quellen: WEFA, Federal Reserve Bank, EZB, Bank of Japan, IWF, Deutsche Bank Research

Aktivaposten der US Federal Reserve Bank



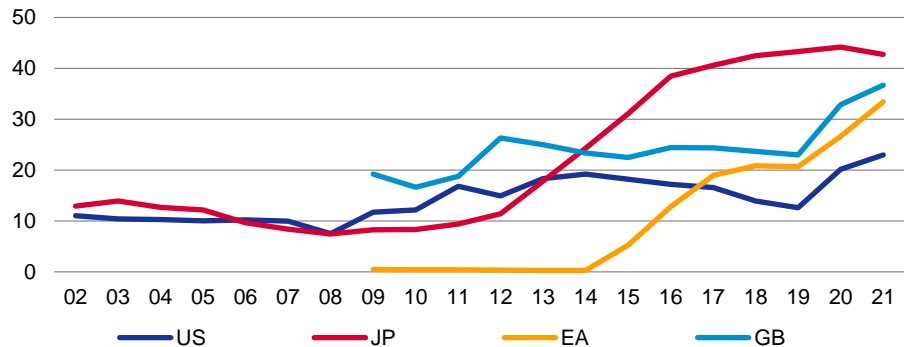
Quellen: Federal Reserve, Deutsche Bank Research



Die Zentralbanken sind zu den größten Gläubiger der Staaten geworden

Staatsschulden in der Bilanz der Notenbanken

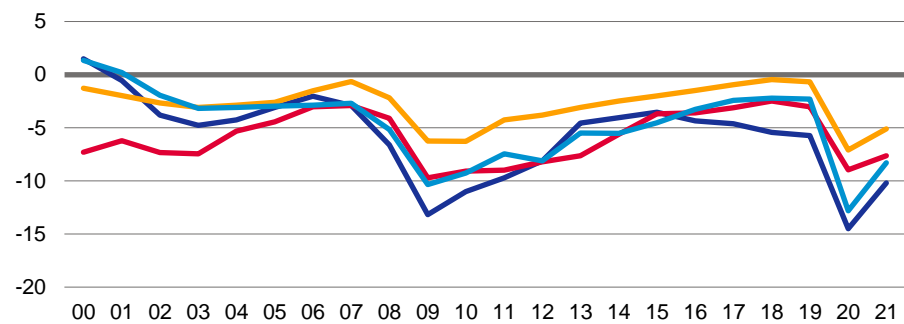
% ausstehende Staatsschulden



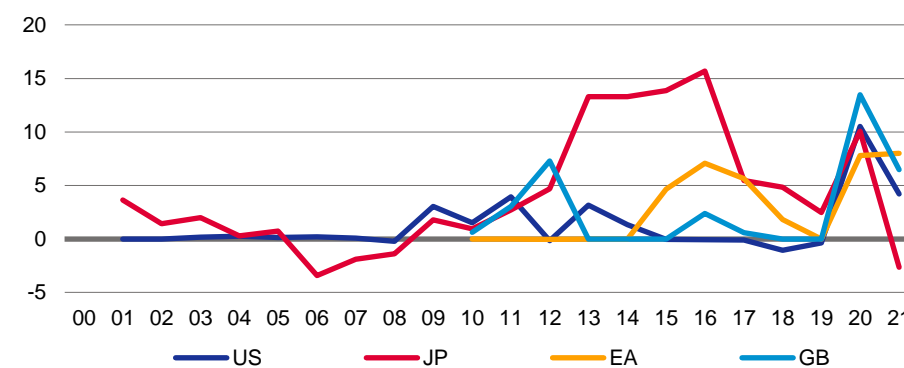
Quellen: Nationale Zentralbanken, IWF, AMECO, US Treasury, Deutsche Bank Research

Staatsdefizite vs. Wertpapierkäufe der Notenbanken

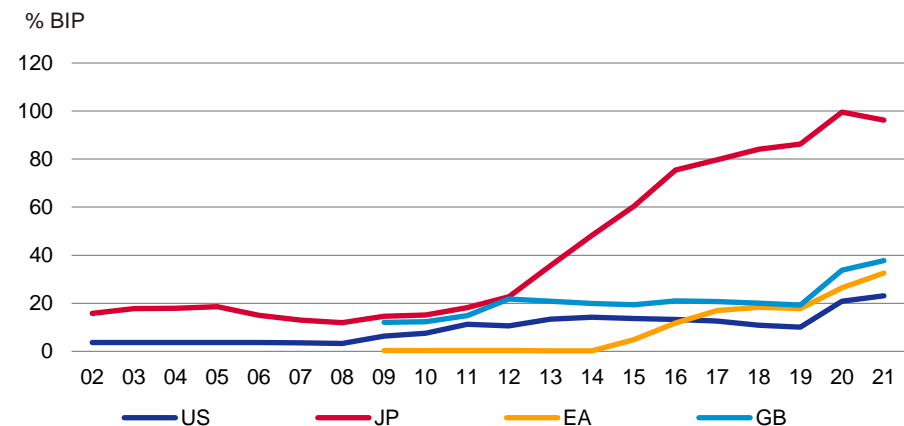
Staatlicher Finanzierungssaldo, % BIP



Jährliche Ankäufe von Staatsschulden durch die Notenbanken, % BIP



Quellen: Zentralbanken, AMECO, IWF WEO, Haver Analytics, WEFA, Deutsche Bank Research

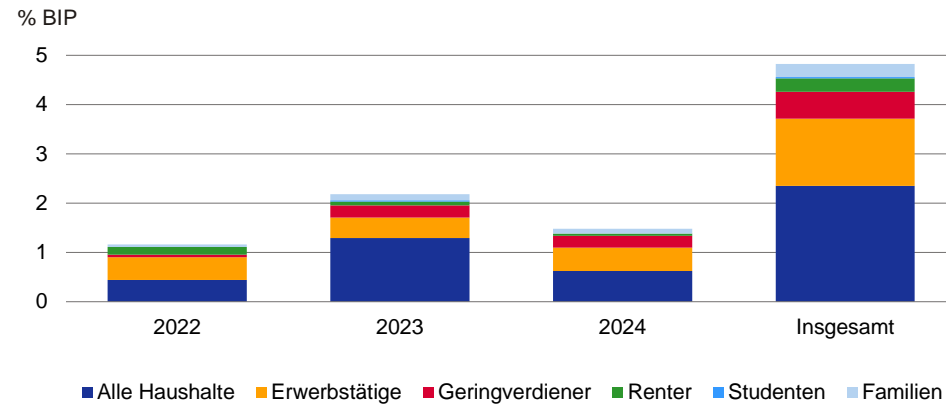
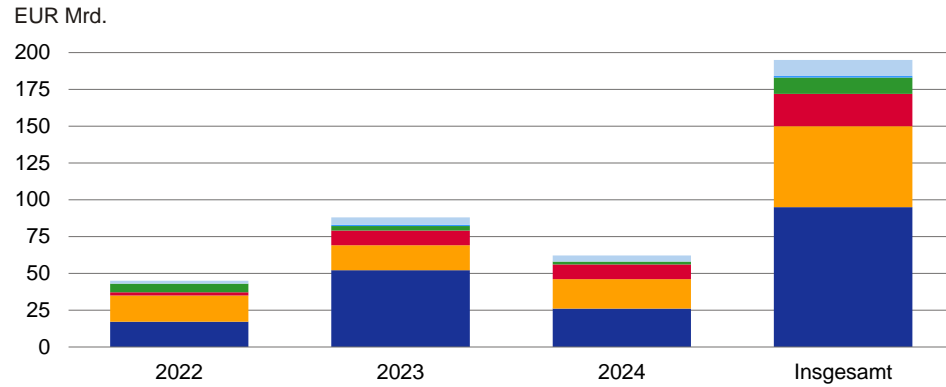


Quellen: Nationale Zentralbanken, IWF, AMECO, US Treasury, Deutsche Bank Research



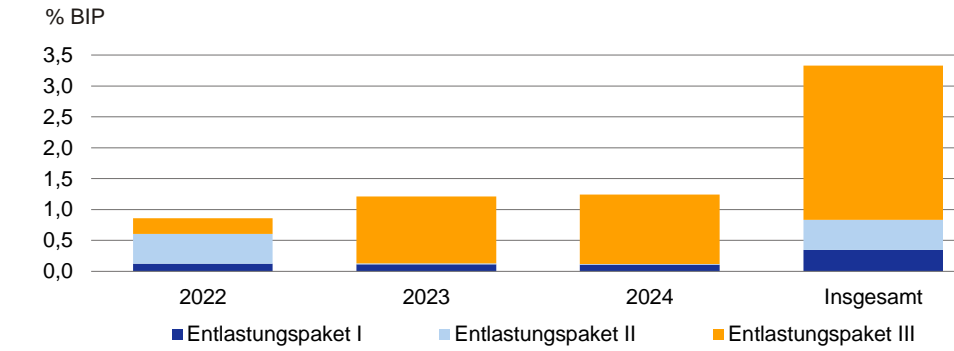
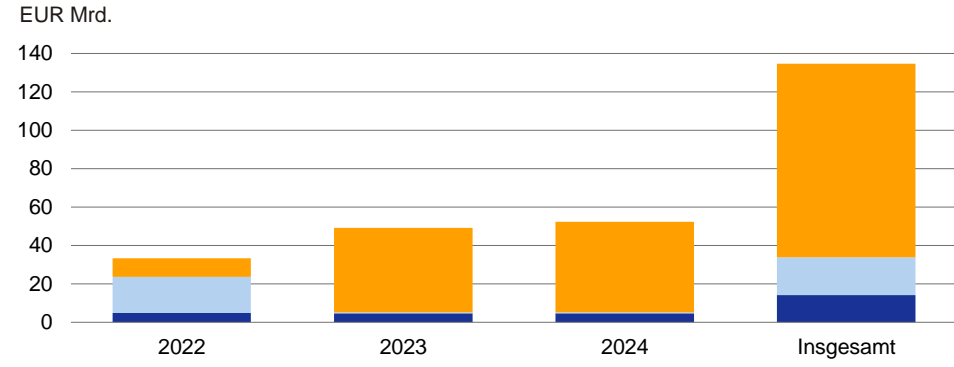
Regierung nimmt viel Geld in die Hand, um die Wirtschaft zu stützen

Gesamtstaatliche Aufwendungen für Entlastungen der privaten Haushalte nach Empfängergruppen



Quellen: Sachverständigenrat, Deutsche Bank Research

Budgetwirkungen der drei Entlastungspakete



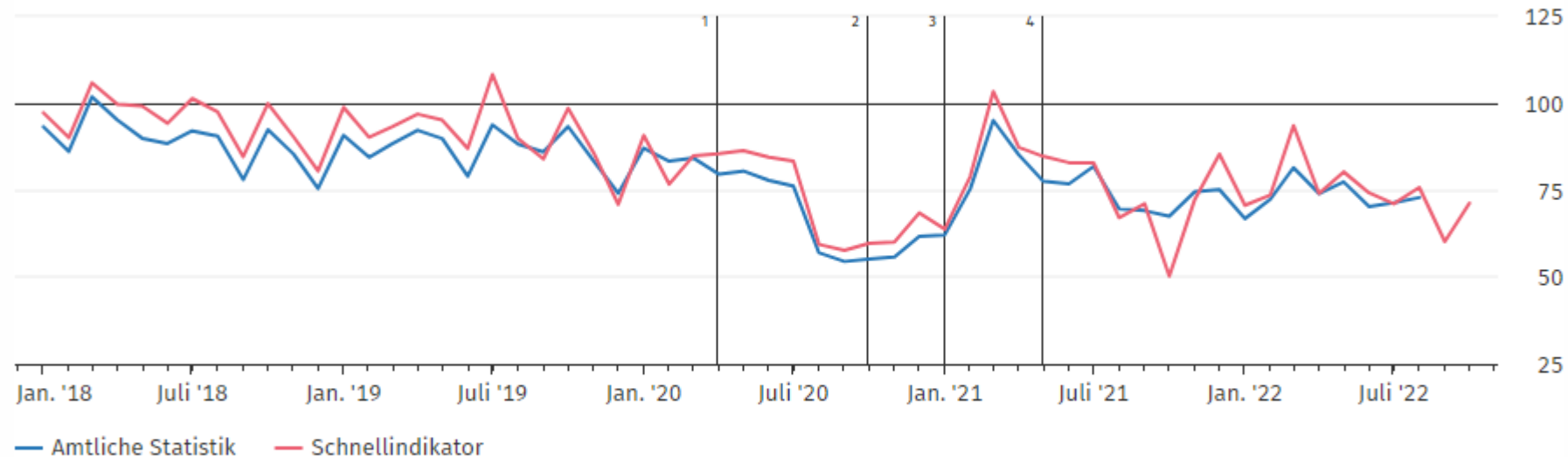
Quelle: ifo



Beantragte Regelinsolvenzen liegen noch immer auf einem relativ niedrigen Niveau

Beantragte Regelinsolvenzen

Index 2015 = 100



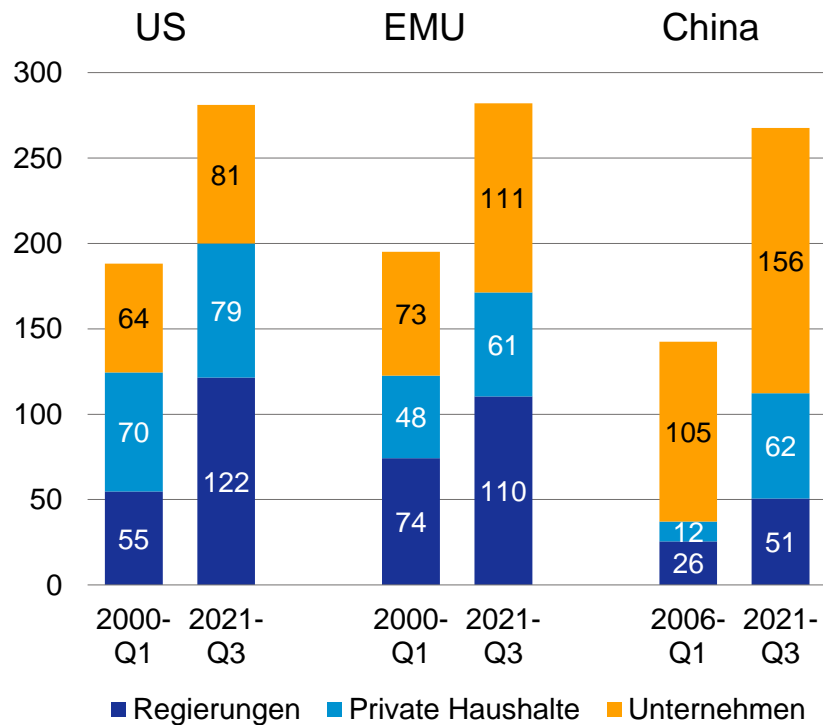
Insolvenzantragspflicht ausgesetzt: 1 für Corona-Betroffene. 2 bei Überschuldung. 3 bei ausstehenden Hilfszahlungen. 4 Wiedereinsetzung Insolvenzantragspflicht. Quellen: Statistisches Bundesamt, Insolvenzbekanntmachungen.de

© Statistisches Bundesamt (Destatis), 2022



Expansive Fiskal- und Geldpolitik der letzten zehn Jahre trägt zu hohen Inflationsraten bei

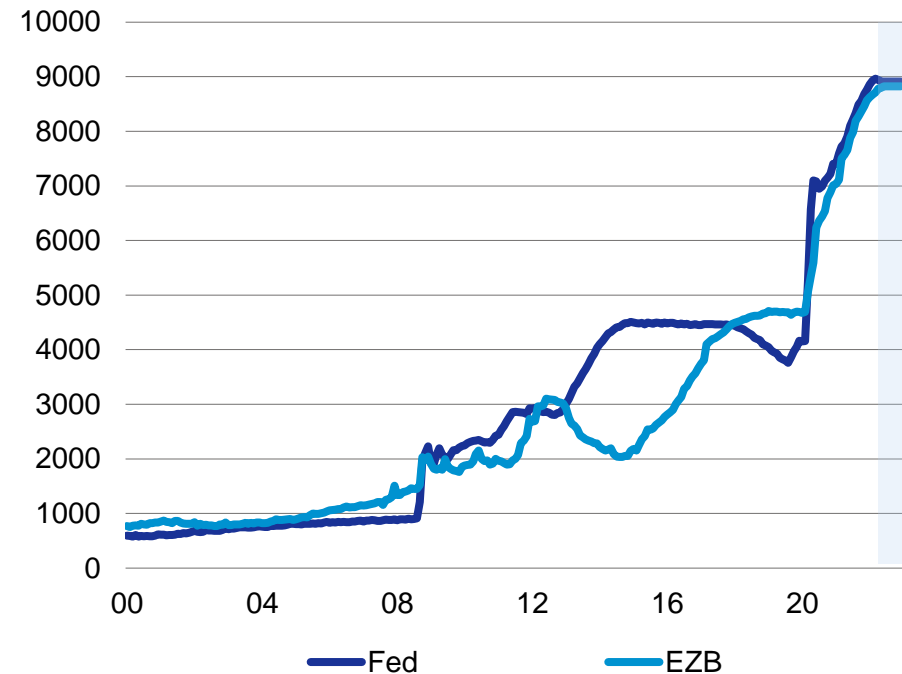
Gesamtverschuldung Nicht-finanzieller Sektor (in % BIP)



Quelle: BIS

Zentralbankbilanzen

USD, EUR Mrd.

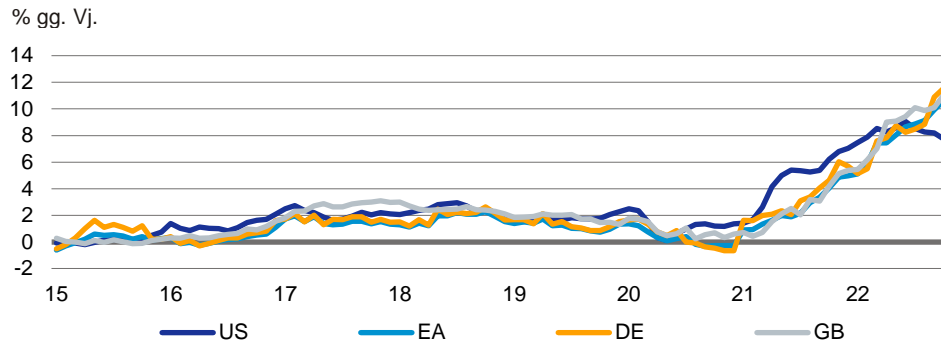


Quellen: Fed, EZB



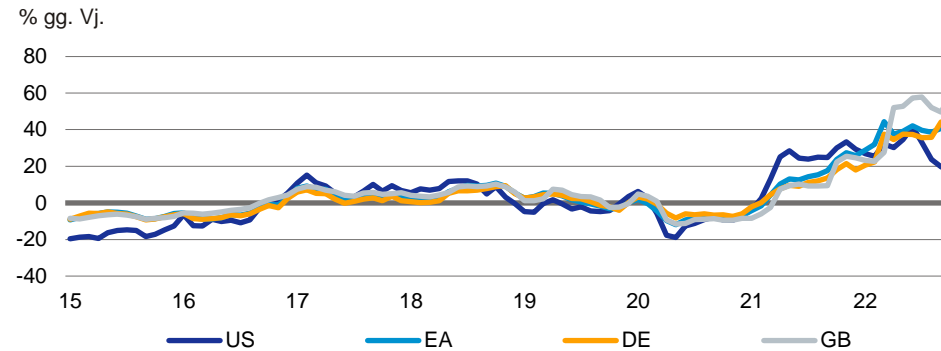
Die Verbrauchpreise rauschen überall nach oben

Headline-Inflation



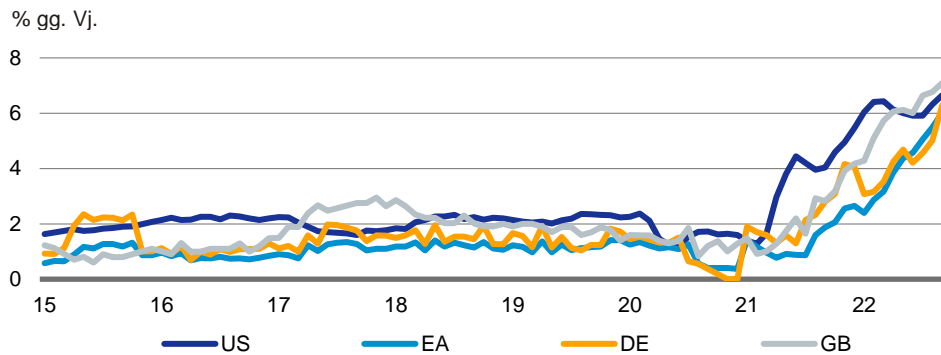
Inflationsrate: HVPI für Euroländer
 Quellen: WEFA, Haver Analytics, Eurostat

Energiepreisinflation



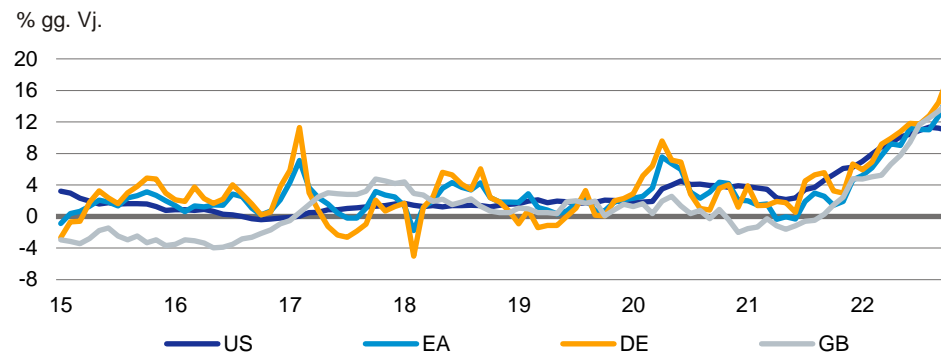
Inflationsrate: HVPI für Euroländer
 Quellen: WEFA, Haver Analytics, Eurostat

Kerninflationsrate



Inflationsrate: HVPI für Euroländer
 Quellen: WEFA, Haver Analytics, Eurostat

Nahrungsmittelpreise

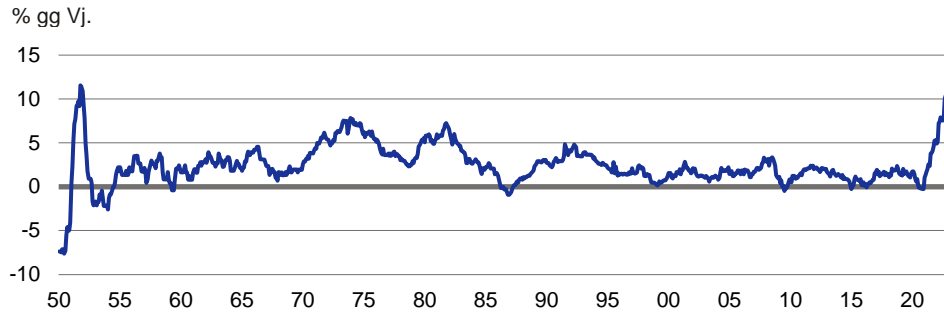


Inflationsrate: HVPI für Euroländer
 Quellen: WEFA, Haver Analytics, Eurostat



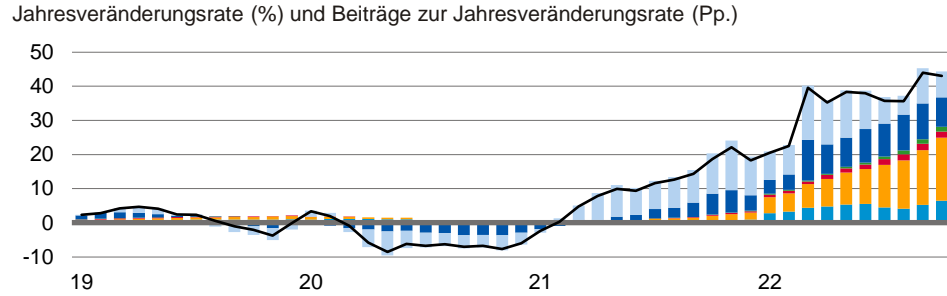
Verbraucherpreisinflation liegt auf einem 70-Jahreshoch

Verbraucherpreisinflation in Deutschland (ab 1950)



Quelle: WEFA, IHS Markit, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank

Verbraucherpreisindex: Energiekomponente

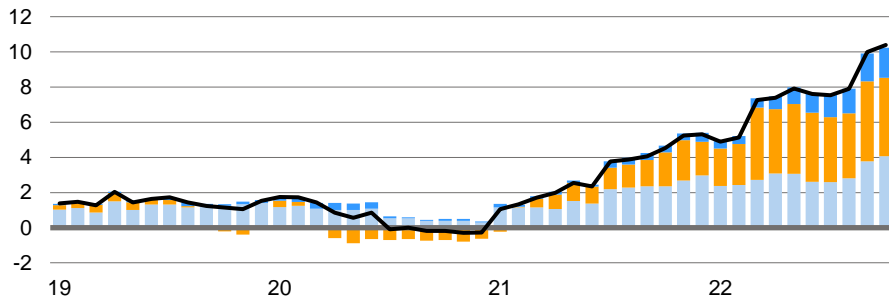


- Kraftstoffe
- Heizöl (einschl. Umlage)
- Feste Brennstoffe
- Fernwärme u.a.
- Gas (einschl. Umlage)
- Strom
- Energie (Haushaltsenergie und Kraftstoffe)

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die Verbraucherpreise klettern kräftig

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



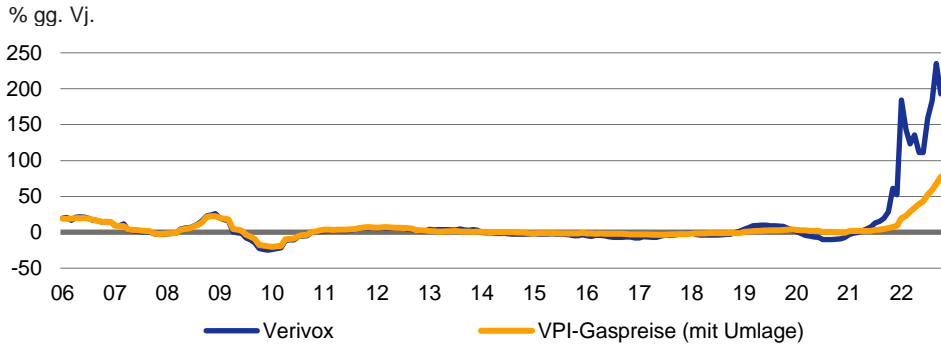
- Nahrungsmittel
- Energie (Haushaltsenergie und Kraftstoffe)
- VPI ohne Nahrungsmittel und Energie
- Verbraucherpreisindex (VPI)

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research



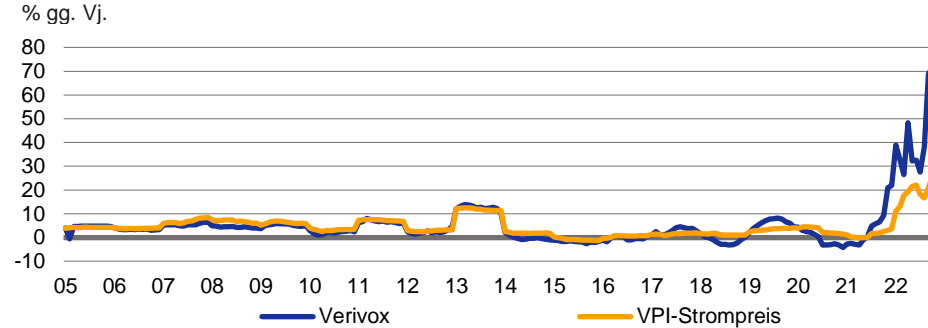
Gas- und Strompreisentwicklung in Deutschland

Gaspreisentwicklung für die privaten Haushalte



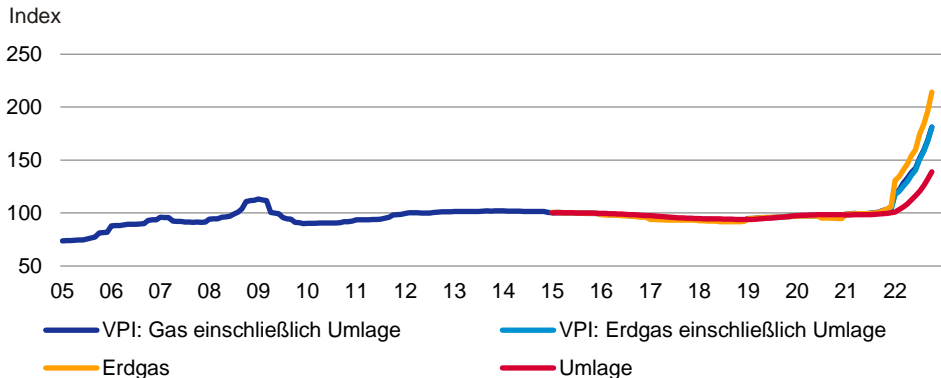
Verivox-Verbraucherpreisindex für Gas: Bei einem Jahresverbrauch von 20.000 kWh.
 Quellen: Verivox, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Strompreisentwicklung für Haushalte



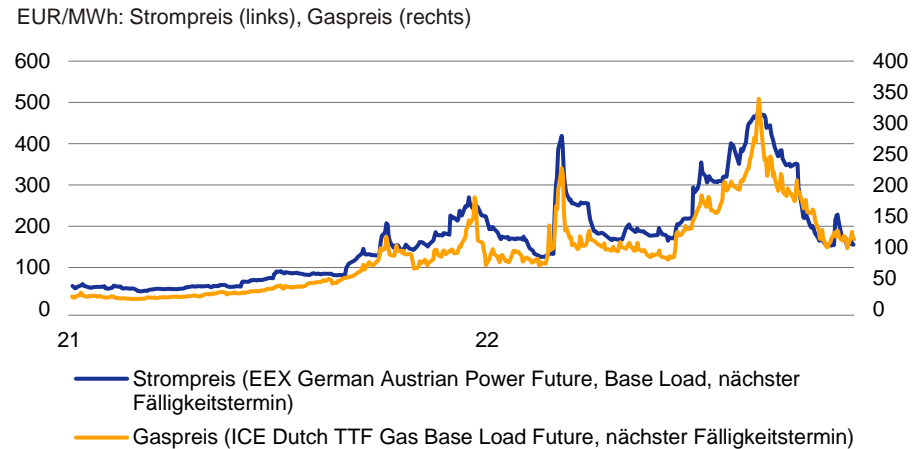
Verivox-Verbraucherpreisindex für Strom: Bei einem Jahresverbrauch von 4.000 kWh.
 Quellen: Verivox, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Gaspreisentwicklung (Verbraucherpreisindex)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Future-Gas- und Strompreis (Terminmarkt)

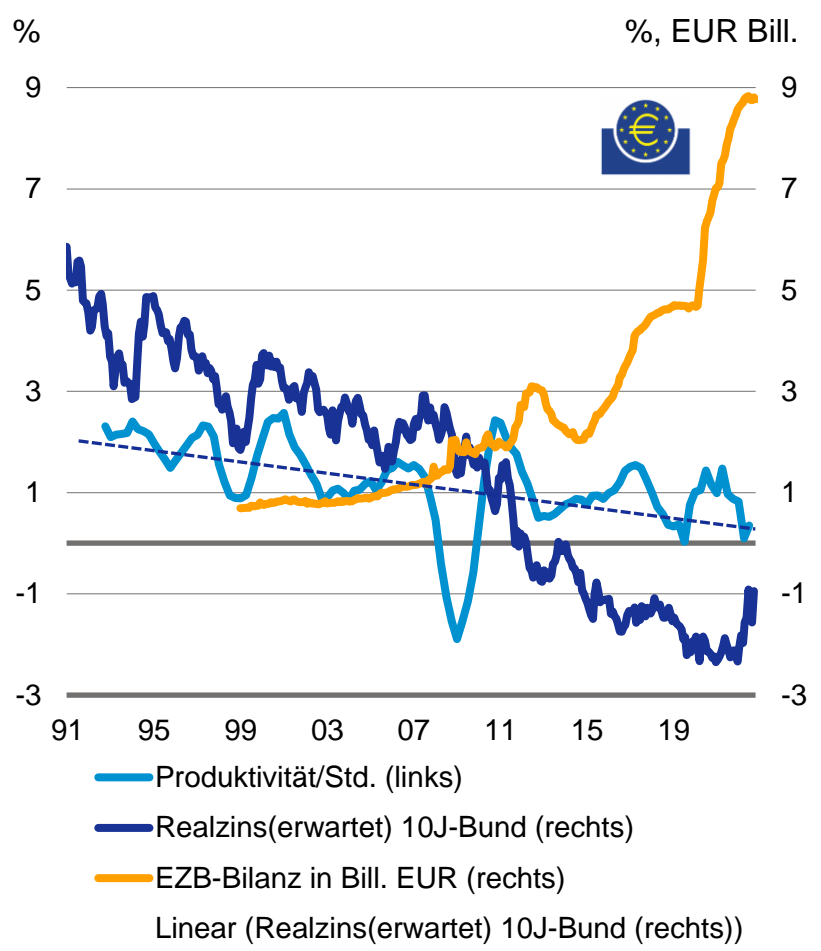


Quellen: WEFA, EEX, Deutsche Bank Research



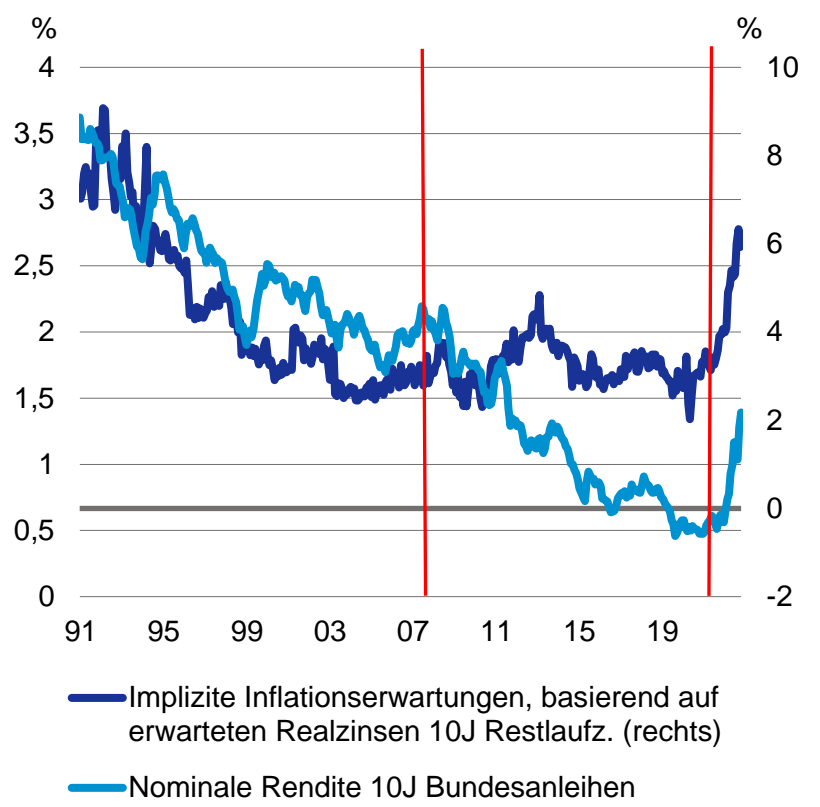
Anleihe-Renditen – ein weiterer Paradigmenwechsel?

Reale 10J-Rendite: Völlig losgelöst



Quellen: Deutsche Bundesbank, EZB, Deutsche Bank Research

Große Moderation, unorthodoxe Geldpolitik, aber was kommt nun?

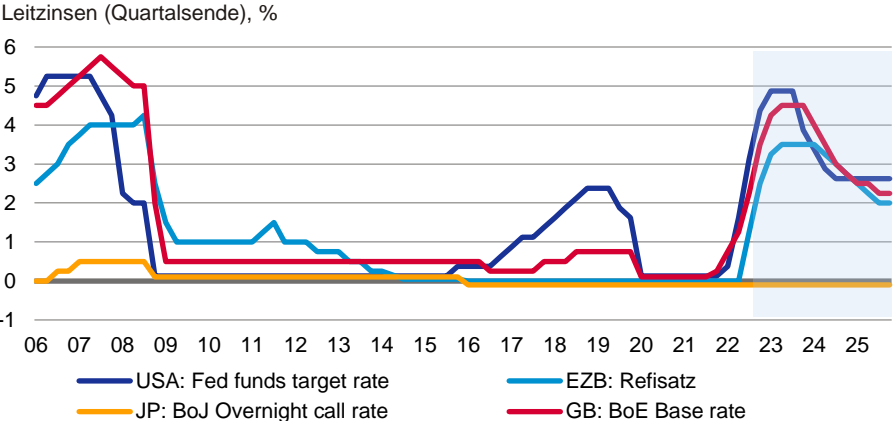


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research



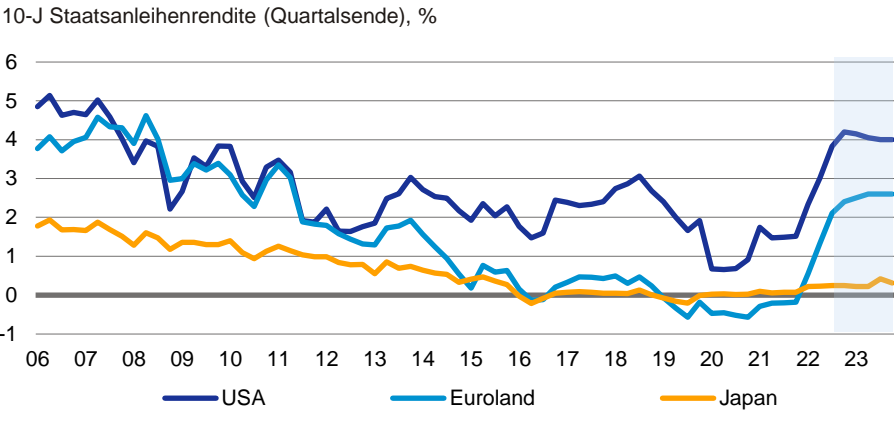
DB-Zinsprognosen

Leitzinsen



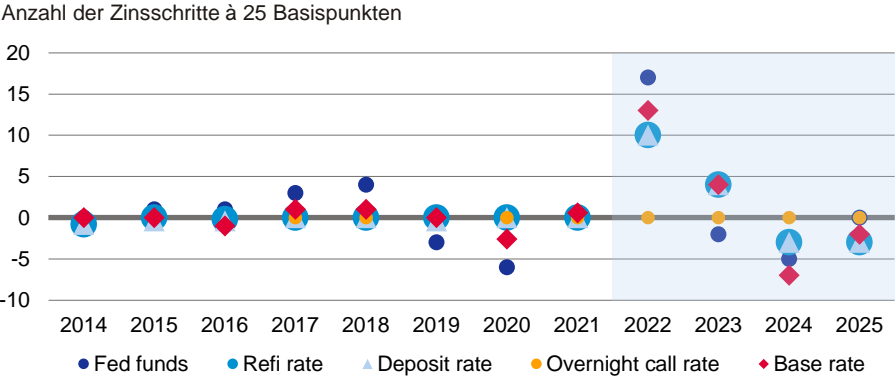
Quellen: Notenbanken, Deutsche Bank Research

Staatsanleihenrenditen



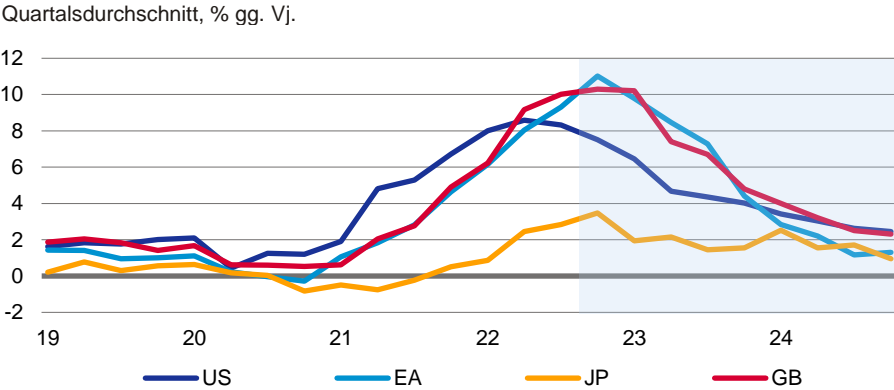
Quelle: Deutsche Bank Research

Zinsausblick für die großen Notenbanken



Quelle: Deutsche Bank Research

Inflationsrate (Quartalsverläufe)



Quelle: Deutsche Bank Research



Langfristige Auswirkungen: Sinkender Wohlstand

- COVID-19 und der Russland-Ukraine-Krieg haben die **Fragilität von Wirtschaft und Gesellschaft** gezeigt. In alternden, risikoscheuen Ländern werden die Bürger versuchen, ihren Status quo zu halten.
- Die politischen Entscheidungsträger verringern die Belastung der Bürger und Unternehmen durch **stärkere staatliche Eingriffe**.
- **Regierungen spielen eine zunehmende Rolle in der Wirtschaft**, durch mehr wirtschaftliche Aktivität, Interventionen, Regulierung, strategische Industrien, höhere Staatsausgaben und Umverteilung.
- **Dies wird die öffentlichen Ausgaben weiter erhöhen**, die aufgrund der demografischen Alterung, des digitalen Wandels und des Übergangs zur CO₂-Neutralität bereits unter Aufwärtsdruck stehen. **Notwendige Konsolidierung und Neuorientierung werden in D und der EU hinausgezögert**.
- **Nach dem Ukraine-Krieg sind globale Spannungen** wie zu Zeiten des Kalten Krieges zu erwarten. **Globalisierungsgewinne verschwinden / schrumpfen**.
- **Parallelen zwischen Russland und China** (Autokratie mit dem Wunsch nach einer veränderten multilateralen Weltordnung, wirtschaftliche Abhängigkeit als Hebel).
- **Die meisten konservativen Ökonomen befürchten, dass dies zu einem geringeren Produktivitätswachstum führen wird, der wirtschaftliche Wohlstand dürfte zurückgehen**.

Disclaimer



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

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

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, 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.