



BERENBERG

PARTNERSHIP SINCE 1590

Deutsche Wirtschaft

Konjunkturelle Schwächephase oder fehlendes Wachstumspotenzial?

Mai 2024

Dr. Salomon Fiedler

Economist

+44 7771 348 782

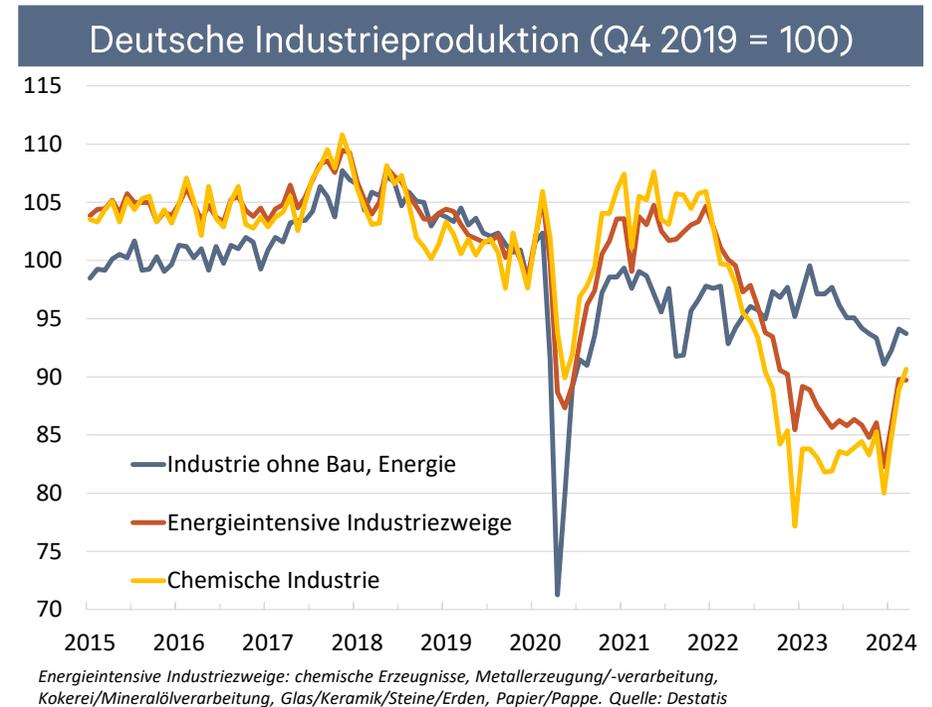
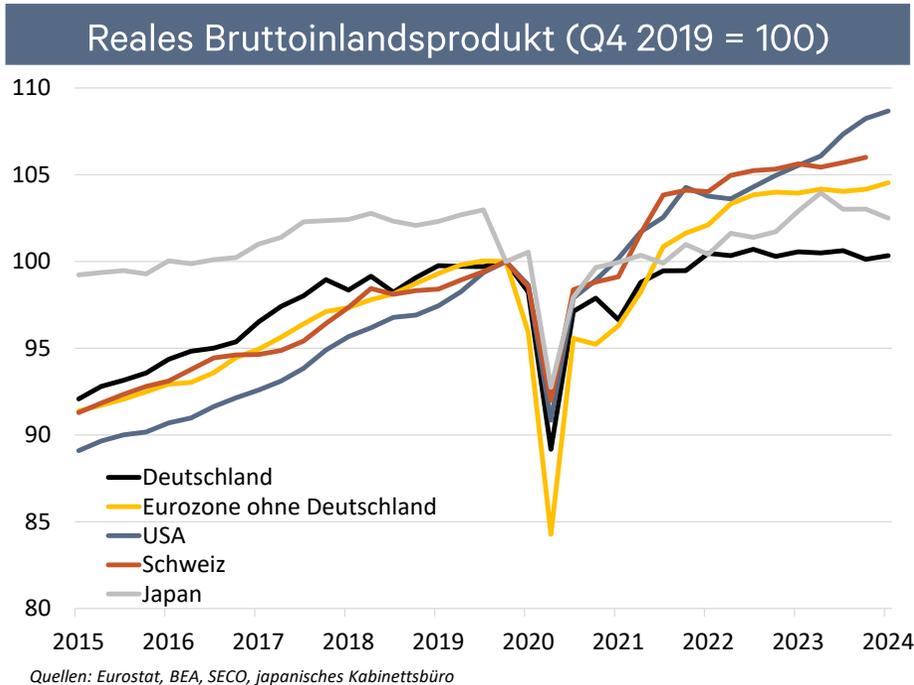
salomon.fiedler@berenberg.com

Economics

Disclaimer

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Mit dem Kauf, dem Halten, dem Umtausch oder dem Verkauf eines Finanzinstruments sowie der Inanspruchnahme oder Kündigung einer Wertpapierdienstleistung können Kosten entstehen, welche sich auf die erwarteten Erträge auswirken. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Datum 22.05.2024

Deutschlands reales BIP stieg zuletzt relativ langsam



- Seit über zwei Jahren: deutsche Wirtschaft stagniert nur knapp über Vor-Corona-Niveau, während andere stärker expandierten
- Deutschland stark von Russland-Gas-Krise getroffen – Einbruch bei energieintensiver Industrie
- Aber deutsches Wachstum schon seit 2018 schwach – ebenso „Industrierezession“
- Ähnliche Stagnation in Deutschland in den frühen 2000er Jahren – damals sorgten die Agenda-Reformen für Besserung



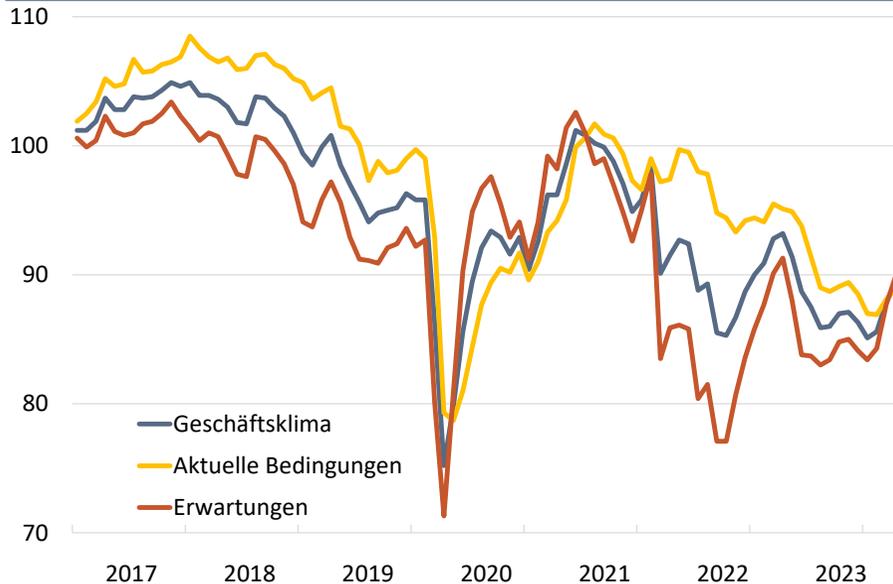
BERENBERG

PARTNERSHIP SINCE 1590

Kurze Frist – konjunkturelle Erholung wahrscheinlich

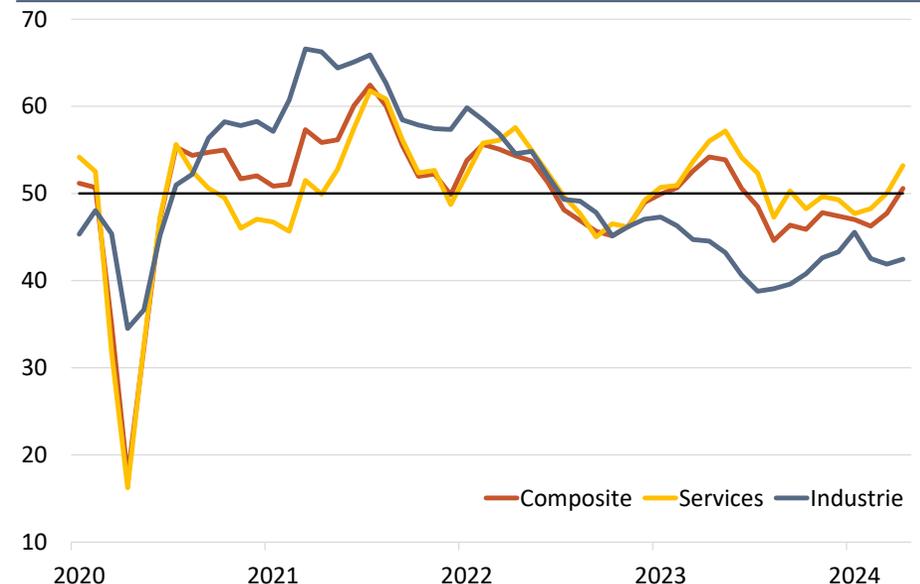
Frühindikatoren: neuer Anlauf zur Erholung

ifo: Erwartungen hellen sich auf



Inde: 2015 = 100; Erwartungen für die kommenden sechs Monate; saisonbereinigt. Quelle: ifo

Einkaufsmanagerindizes: Dienstleistungen vorn

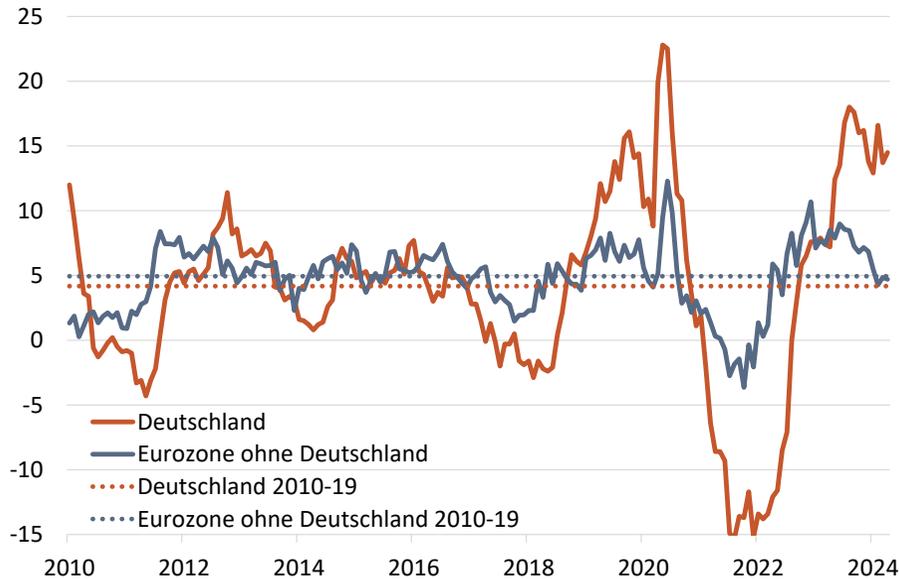


Werte über 50 zeigen Expansion an. Quelle: S&P

- Nach der Korrektur kann die Wirtschaft von niedrigerem Niveau aus wieder expandieren
- Niedrige prognostizierte Wachstumsrate für 2024 (0,2%) auch statistischem Überhang aus 2023 geschuldet – Verlaufsrate (von Q4 zu Q4) vermutlich 1,0%
- Nach vorne gerichtete Erwartungsindikatoren werden optimistischer
- Dienstleistungen stärker als Industrie

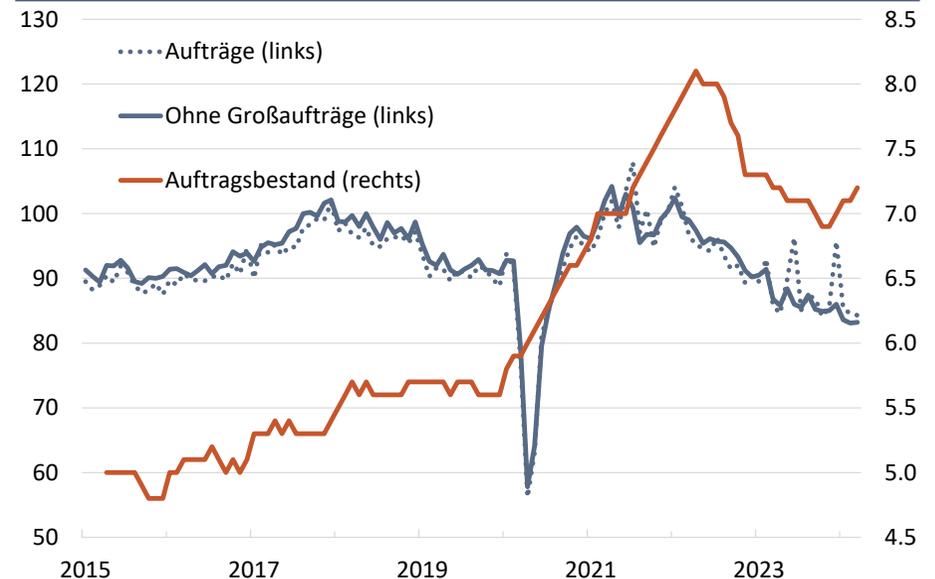
Deutsche Industrie: in Toppelschritten zur Besserung

Einschätzung der Lagerbestände in der Industrie



Lagerbestand an Fertigwaren: Saldo der Antworten von Industrieunternehmen auf die Frage, ob Lagerbestände zu groß (+) oder klein (-) sind; Eurozone ohne Deutschland berechnet anhand des Anteils an der Produktion des Verarbeitenden Gewerbes; gestrichelt: Durchschnitt. Quelle: Umfrage der Europäischen Kommission, Eurostat, Berechnungen von Berenberg

Auftragseingänge und -bestand



Aufträge: Volumen, 2015 = 100, saison- und kalenderbereinigt; Auftragsbestand in Monaten (gemessen am gleitenden Zwölfmonatsschnitt der Umsätze). Quellen: Bundesbank, BMWK, Destatis

- Lagerkorrektur: besonders schmerzhafteste Zyklusphase – es wird weniger produziert als verkauft
- Lagereinschätzung im Rest der Eurozone wieder auf Normalniveau – Deutschland braucht noch
- Deutschlands Industrie besonders von globalen Zyklen abhängig
- Auftragsbestand immer noch hoch – aber sind die Aufträge lohnenswert nach Inflation?

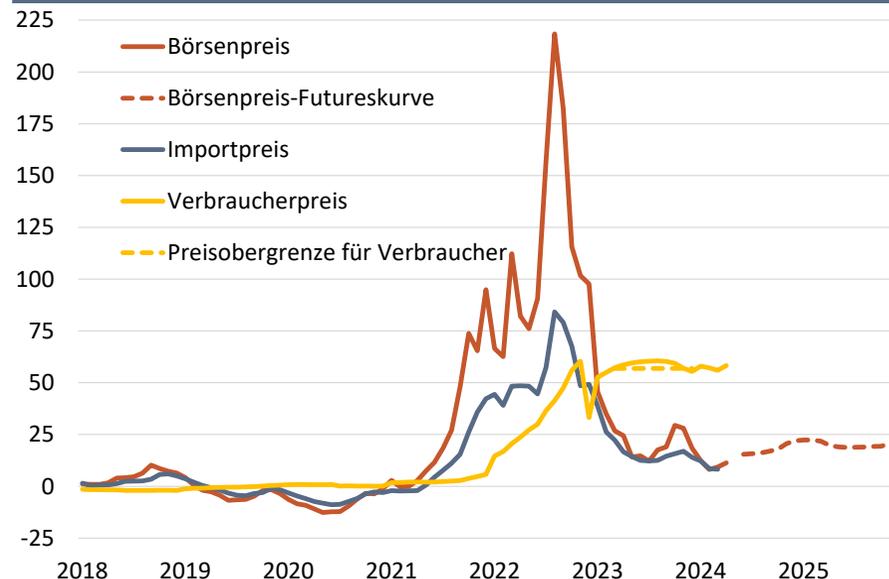
Milderung nach hartem Gasschock

Deutsche Nettoimporte mineralischer Brennstoffe



Mineralische Brennstoffe, Schmiermittel und verwandte Erzeugnisse, in Mrd. Euro pro Monat.
Quelle: Destatis

Deutsche Gaspreise ggü. Durchschnitt 2015-19

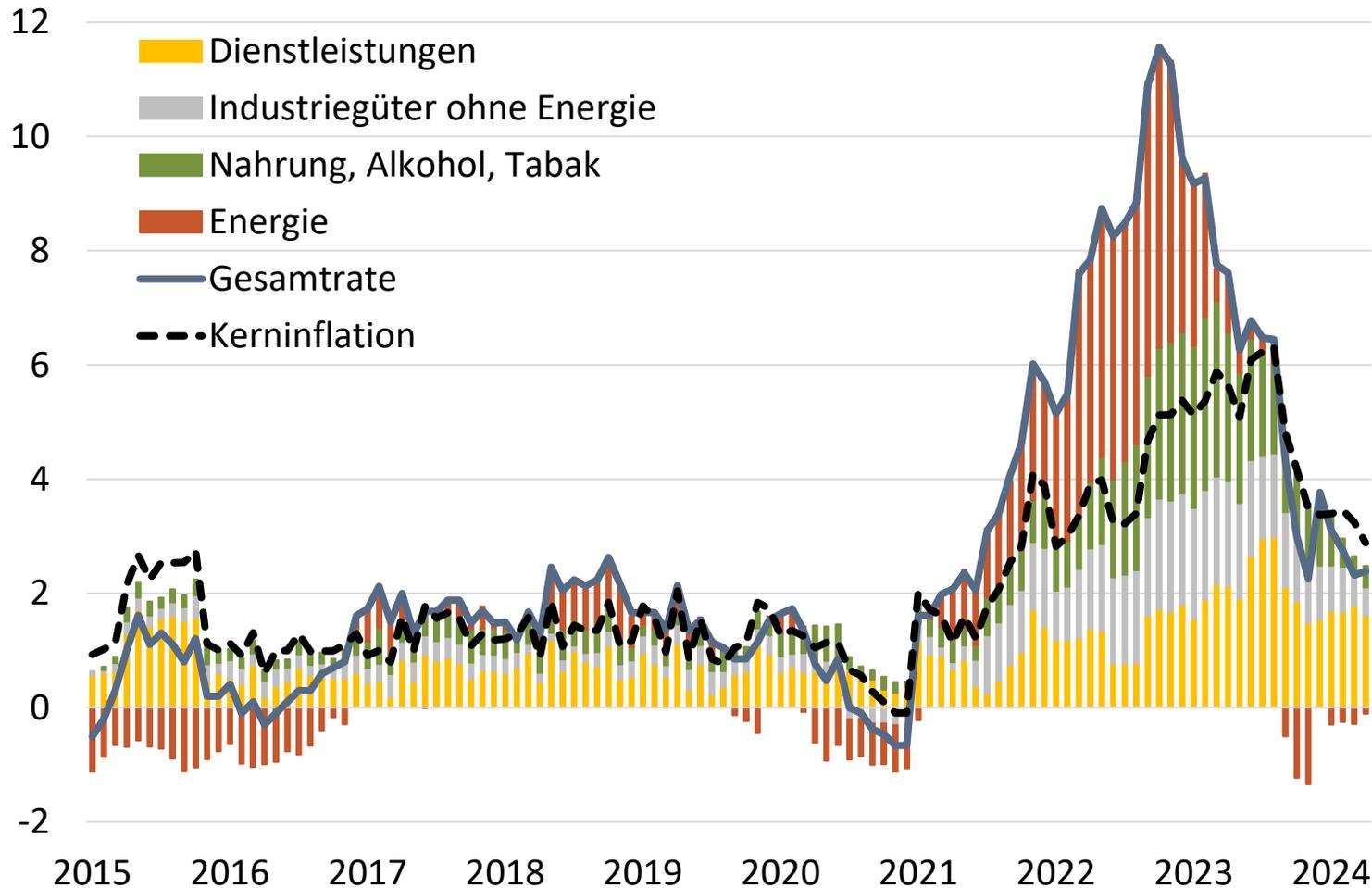


Abweichung vom Durchschnitt 2015-19 in €/MWh; Börsenpreis: nächster TTF-Monats-Future; Verbraucher: Gaskomponente im HVPI. Quellen: Destatis, Refinitiv, Berenberg-Berechnungen

- Gas-Börsenpreis: etwa 18 €/MWh vor Krise, über 200 € im August/September 2022, nun 29 €
- Verbraucherpreise haben jetzt Luft nach unten – zeitlich verzögert (langfristige Verträge)
- Nettoimportrechnung nach Schock normalisiert: 61 Mrd. € in 2019 (1,8% des BIP), 130 Mrd. € in 2022 (3,4% des BIP), 82 Mrd. € in 2023 (2,0% des BIP), wohl weiterer Rückgang in 2024
- In TWh: Deutsche Nettoimporte und inländischer Verbrauch von Gas 15% unter Durchschnitt der Jahre 2015-2019

Inflation: der Schock lässt nach

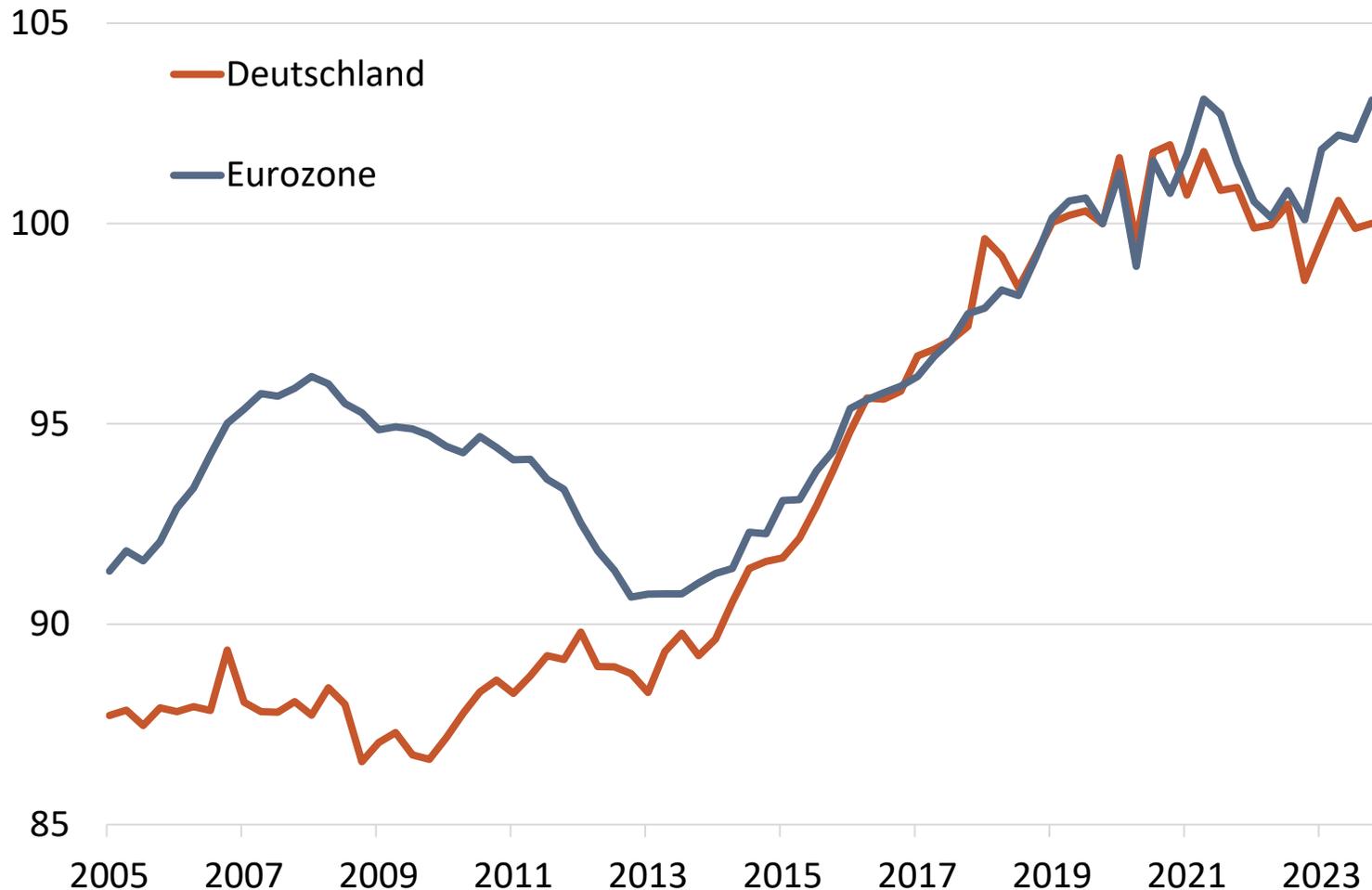
Inflationsbeiträge in Deutschland



- HVPI-Inflationsrate erreichte Spitze von 11,6% im Oktober 2022.
- Seitdem ist sie ähnlich schnell gefallen, wie sie zuvor gestiegen war. Im April 2024 betrug sie 2,4%.
- Verbraucher müssen sich an permanent höheres Preisniveau gewöhnen.
- Löhne holen gegenüber Preisen auf.
- Importierter Kostenschock hat Deutschland dauerhaft ärmer gemacht.

Private Verbraucher: nach dem Inflationsschock

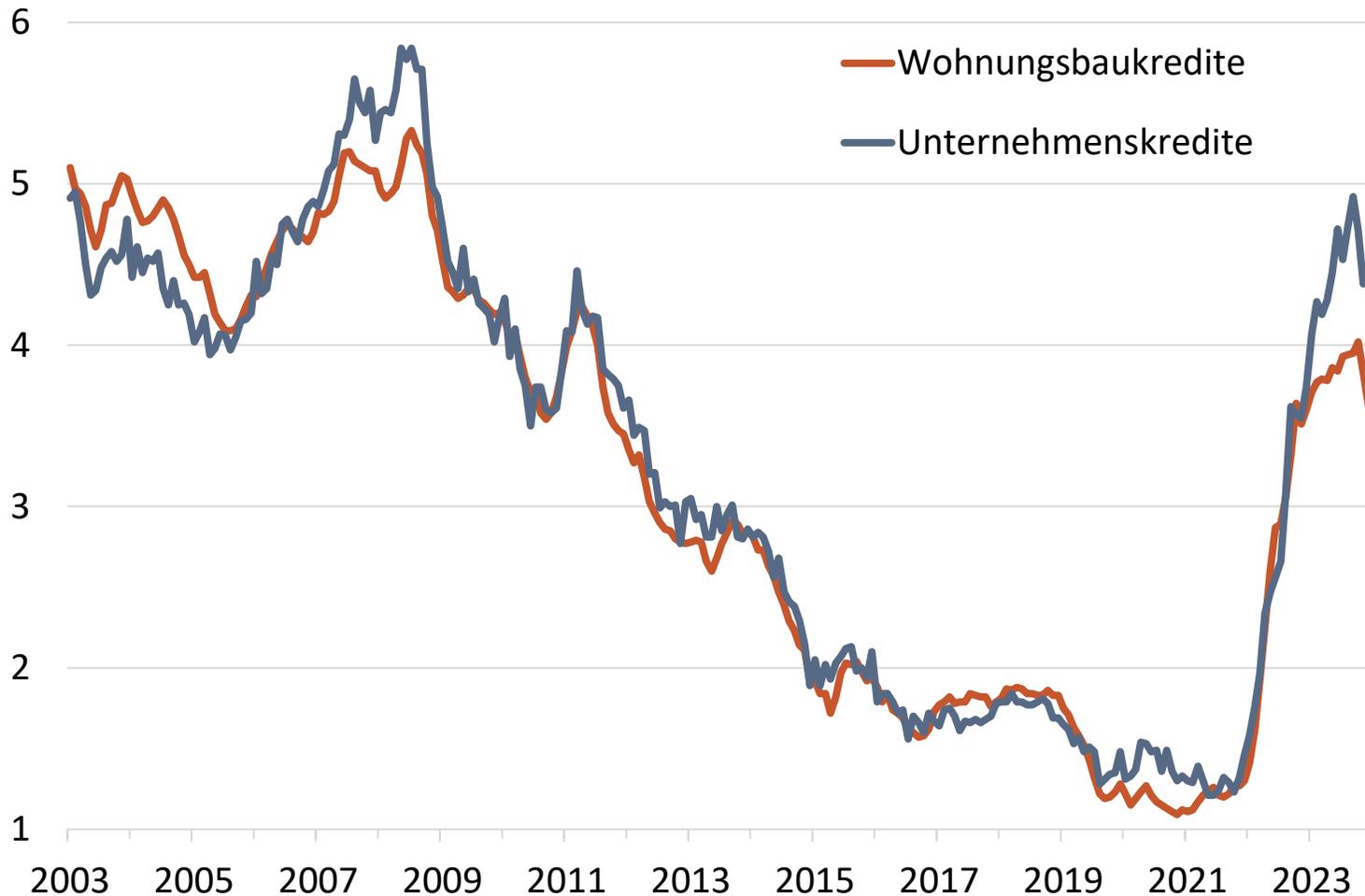
Reale verfügbare Einkommen (Q4 2019 = 100)



- Typischerweise bewegen sich die Güterpreise schneller, die Löhne holen auf – so auch diesmal
- Inflationsraten bald normal, Lohnanstiege noch hoch: auch in Deutschland dürfte die private Kaufkraft endlich wieder steigen
- Arbeitslosigkeit bleibt niedrig
- Sparquote noch erhöht
- Gute Chancen, dass Kauflaune und Konsum im Jahresverlauf steigen

Zinsen geben etwas nach

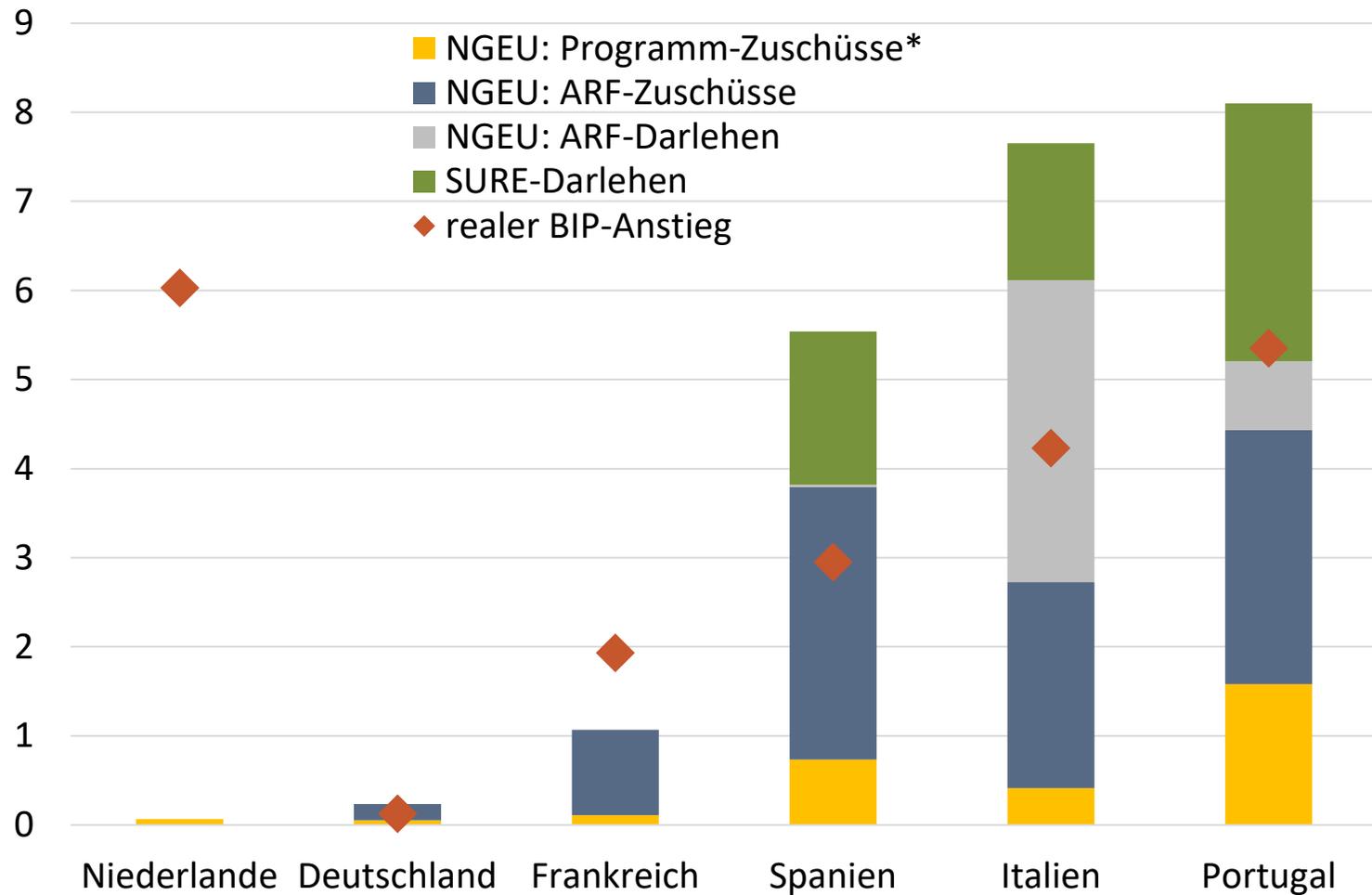
Zinsen für Neukredite in %



- Die EZB dürfte im Juni beginnen, die Leitzinsen zu senken (vor der US-Fed)
- In Antizipation sanken bereits die Kreditzinsen
- Dies kann Bauwirtschaft und Investitionen helfen
- Allerdings real gerechnet hohe Zinsen nach Rückgang der Inflation
- Auch nominal fallen die Zinsen wohl nicht auf ihr sehr niedriges Vor-Corona-Niveau zurück

EU-Krisenreaktion transferiert Kaufkraft

EU-Krisen-Auszahlungen und realer BIP-Anstieg ggü. Vor-Corona-Niveau

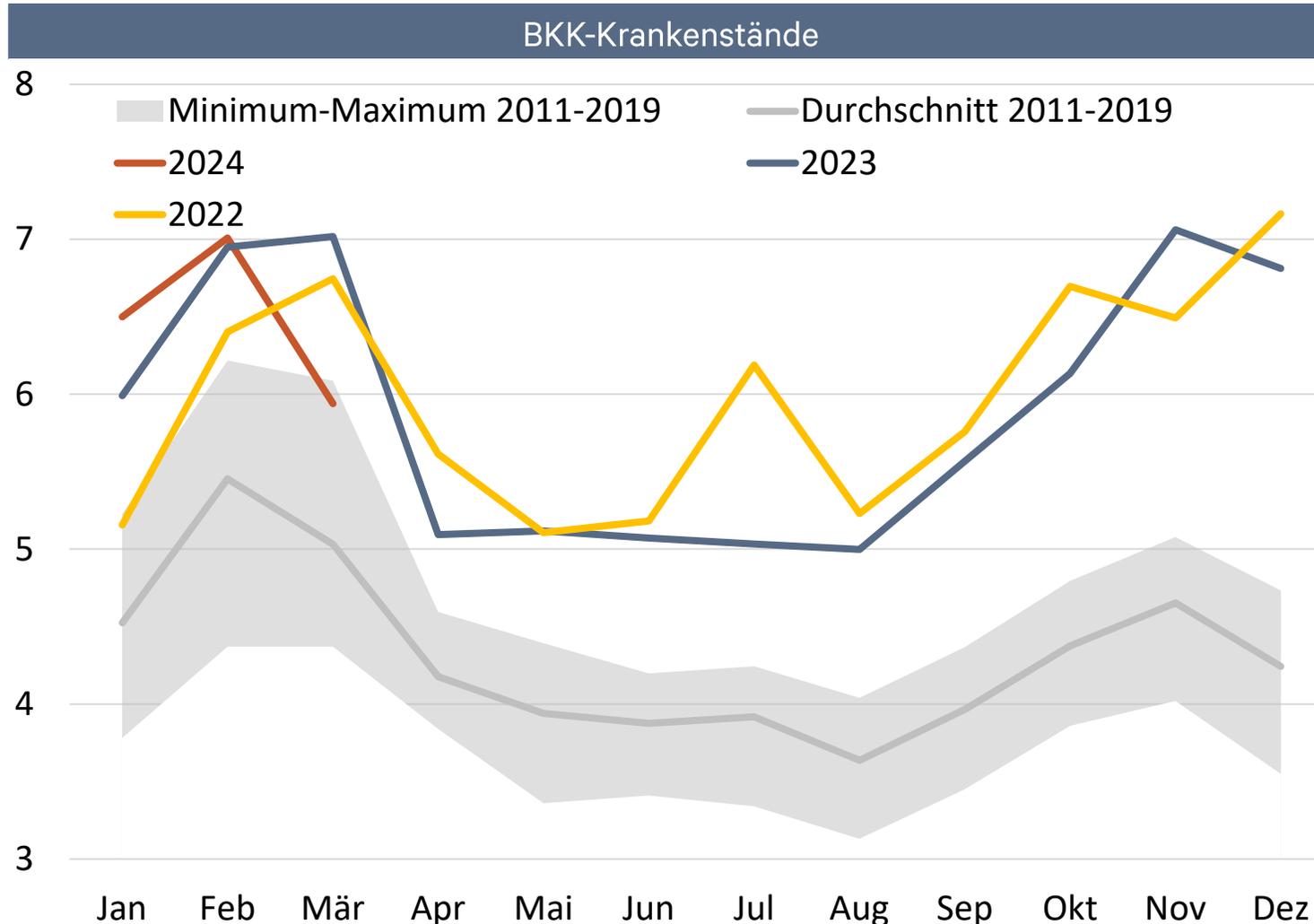


- EU-Reaktion auf Corona: hohe schuldenfinanzierte Zahlungen an einzelne Länder
- NGEU: ursprünglich 800 Mrd. € geplant über 2021-26 in Form von Darlehen und Zuschüssen – aber insbesondere Darlehen nicht voll abgefragt – bislang etwa 280 Mrd. € ausgezahlt
- SURE: Unterstützung für Kurzarbeit 2020-22
- BIP-Anstieg ggü. Vor-Corona-Niveau tendenziell in den Ländern stärker, die höhere Transfers erhielten
- Aber nicht monokausal: z.B. Niederlande auch mit starkem BIP

Anstieg des realen BIP ggü. Q4 2019 in %; Zahlungen der EU relativ zum nominalen BIP aus 2019; *Programm-Zuschüsse: Berenberg-Schätzung; NGEU: Next Generation EU; ARF: Aufbau- und Resilienzfazilität. Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, Berenberg



Krankenstand weiterhin hoch



- Auch im Jahr 2023 und bislang in 2024 blieb nach Corona der Krankenstand im längerfristigen Vergleich hoch
- In 2023 auch verglichen mit Kanada, Schweden, USA, Australien hoch
- BIP hätte im Jahr 2023 bei normalem Krankenstand etwa 0,8 Prozentpunkte höher sein können (siehe auch vfa)



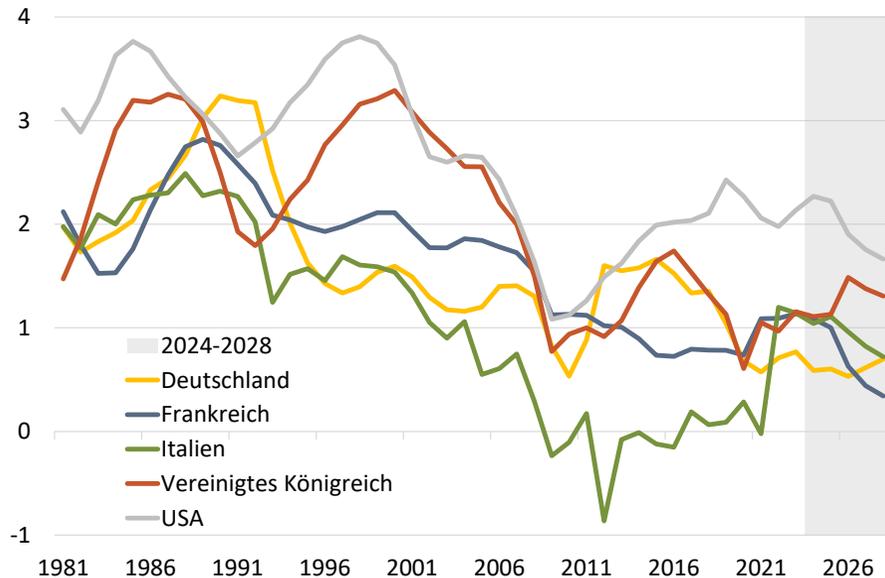
BERENBERG

PARTNERSHIP SINCE 1590

Längere Frist – sinkendes Potenzialwachstum,
Reformbedarf

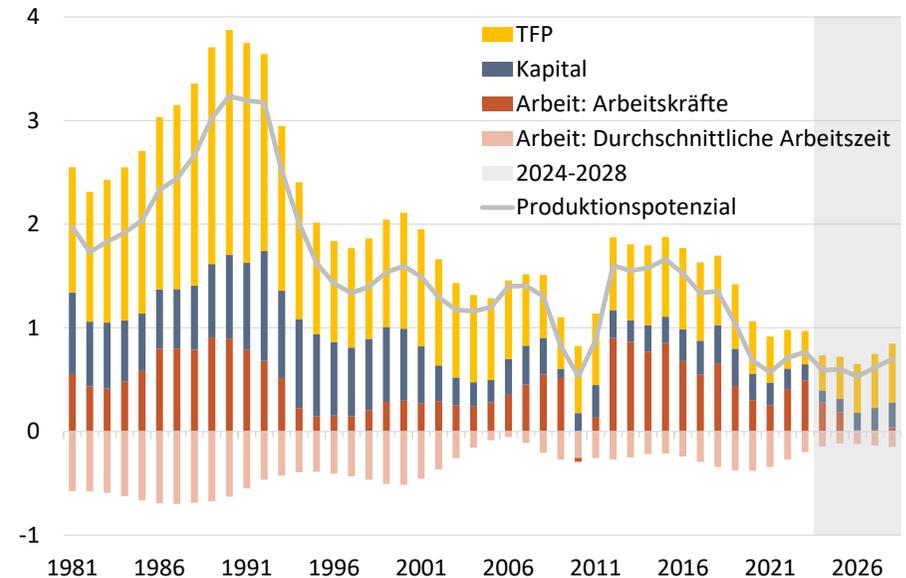
Potenzialwachstum geringer als in der Vergangenheit

Viele Länder mit fallendem Wachstumspotenzial



Jährliches Wachstum des Produktionspotenzials in % nach Kommissionsmethode. Quelle: Europäische Kommission

Beiträge zum deutschen Wachstumspotenzial

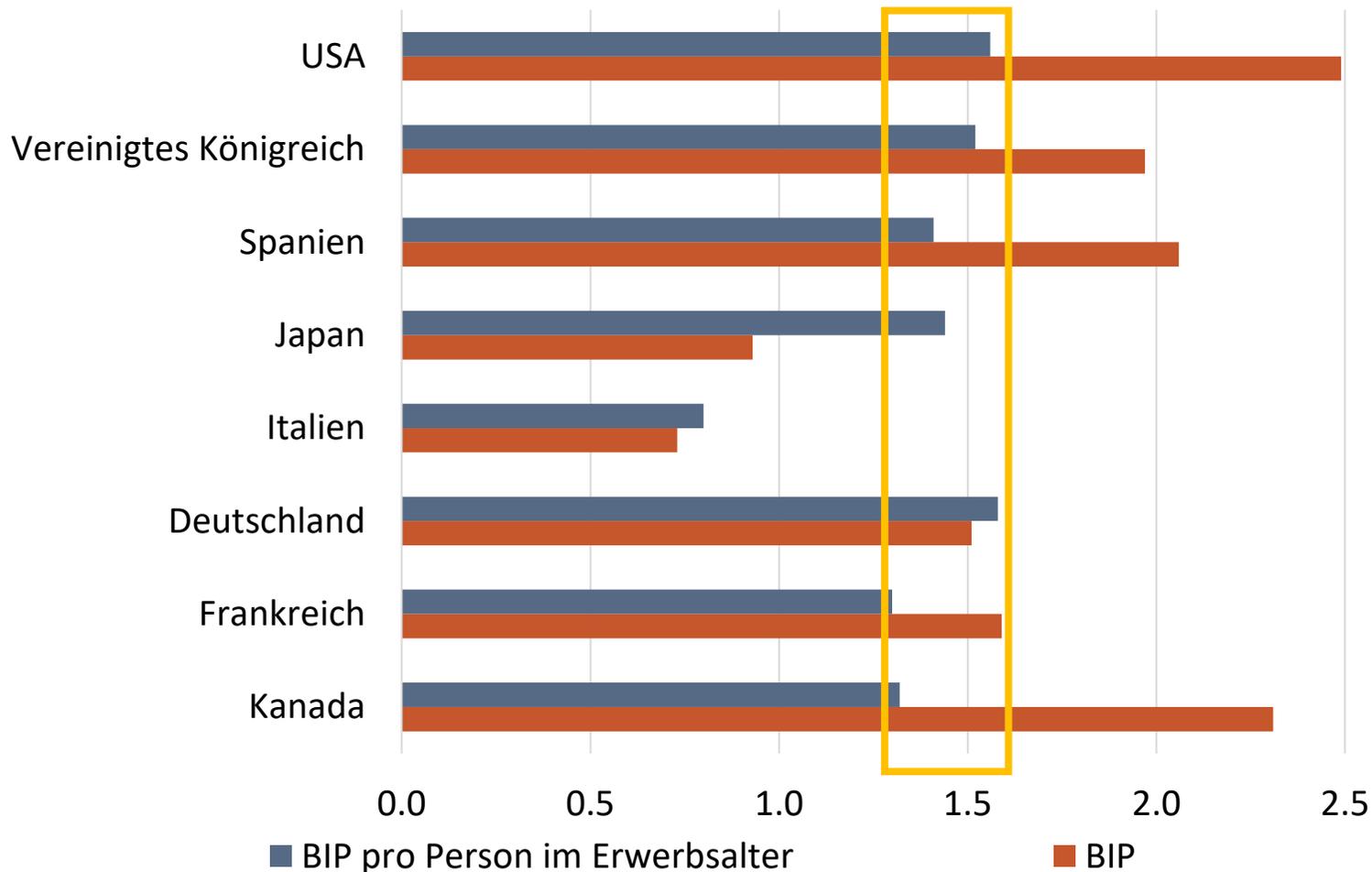


Jährliches Wachstum des Produktionspotenzials in % und Beiträge in Prozentpunkten. TFP: Totale Faktorproduktivität. Quelle: Europäische Kommission

- Über die Jahrzehnte fallender Wachstumstrend in vielen Ländern
- Einfluss der Produktionsfaktoren Arbeit, Kapital und totale Faktorproduktivität (theoretisch Technologie, Institutionen etc.; praktisch schwer zu fassen)
- International vergleichbare EU-Kommissionsmethode könnte Potenzial für kommende Jahre überzeichnen – für Deutschland durchschnittlich 0,6% pro Jahr – Gemeinschaftsdiagnose mit modifizierter Methode für deutsche demografische Umstände: Arbeitsbeitrag 0,3 Ppt. Geringer
- Investitionen in Energiewende dürften weniger zum Potenzial beitragen

Demografiebereinigtes Wachstum ähnelt sich stark

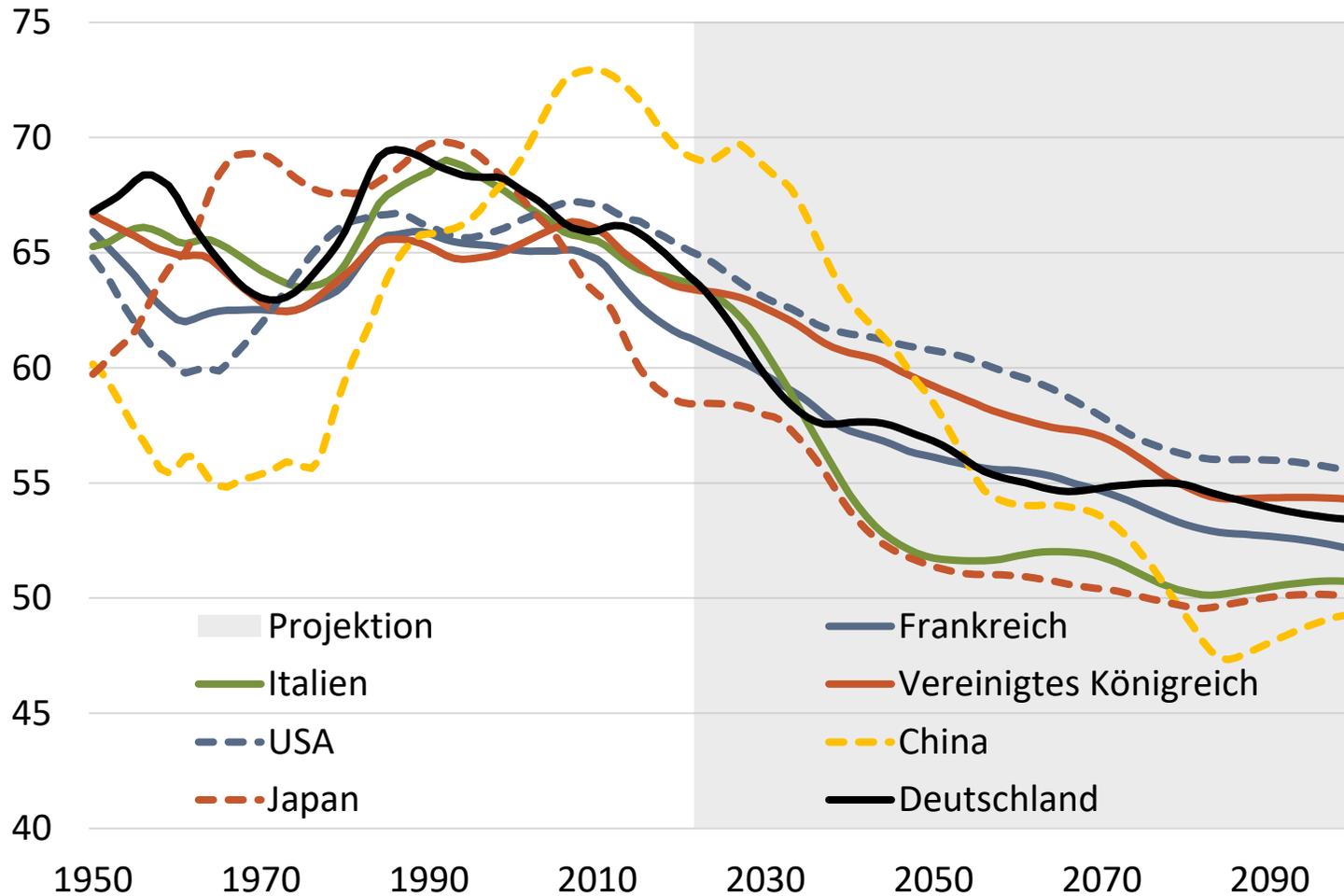
Wachstum in % pro Jahr, Durchschnitt 1990-2019



- Starke Unterschiede beim BIP-Wachstum im Vergleich großer entwickelter Volkswirtschaften
- Aber Wachstumsraten des BIP je Person im Erwerbsalter liegen dicht beieinander – Ausnahme Italien
- Hinweis auf politökonomische Grenzen des Erreichbaren? Nur nicht in Fehler verfallen wie Italien?

Demografischer Wandel belastet das BIP-Potenzial

Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (in %)



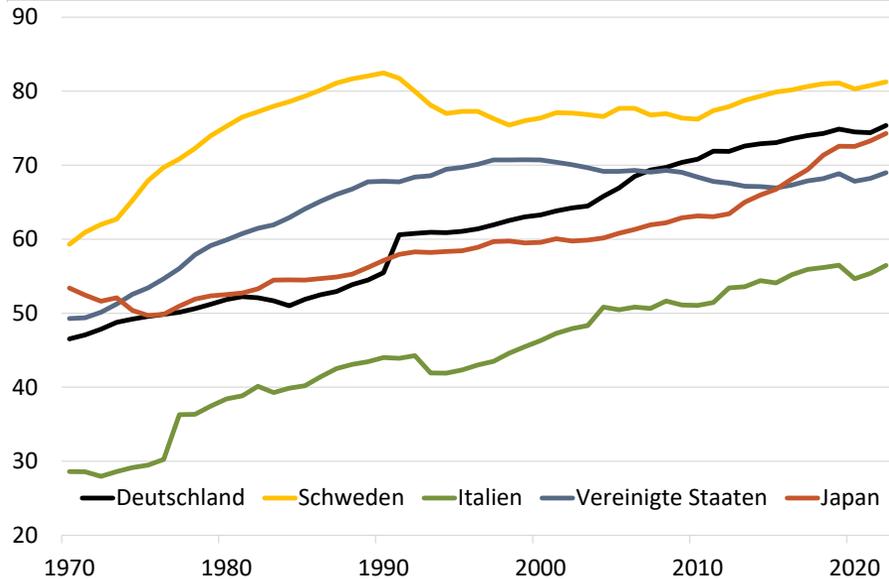
- Fallender Trend für Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter
- Nicht nur in Deutschland; auch andere entwickelte Länder und China betroffen
- Trendwende möglich? Probleme:
- Begrenzter Erfolg typischer Interventionen zur Steigerung der Geburtenraten
- Langer Vorlauf Geburt bis Arbeitsaufnahme
- Doppelte Kosten: gegenwärtige Arbeiter müssten Rentner und Kinder versorgen
- Arbeit kein Selbstzweck: Ruhestand kann legitime Entscheidung sein – wenn die Ressourcen es erlauben

Zusätzliches Potenzial in gewissen Bevölkerungsteilen?



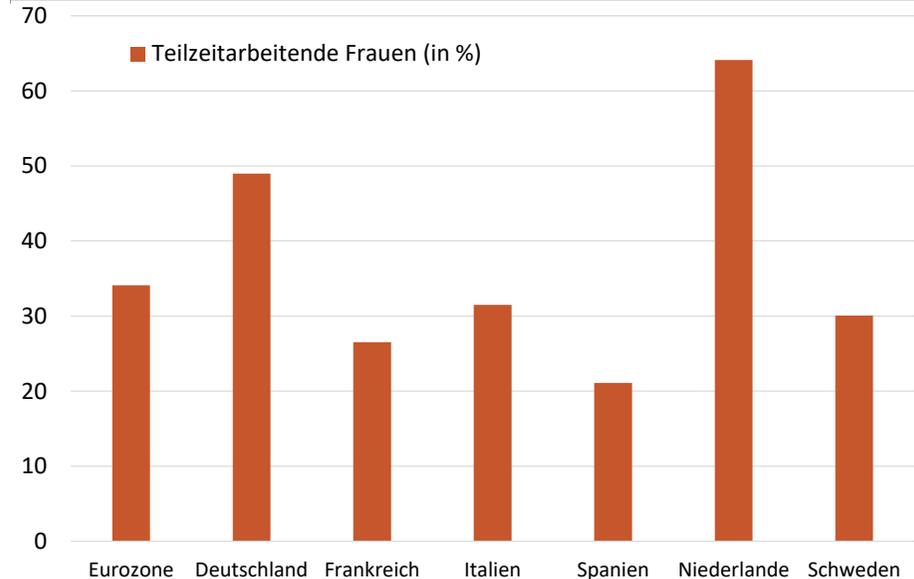
BERENBERG
PARTNERSHIP SINCE 1590

Erwerbsquote der Frauen (in %)



Erwerbsquoten der 15-64jährigen Frauen. Quelle: OECD

Teilzeitquote der Frauen (in %)

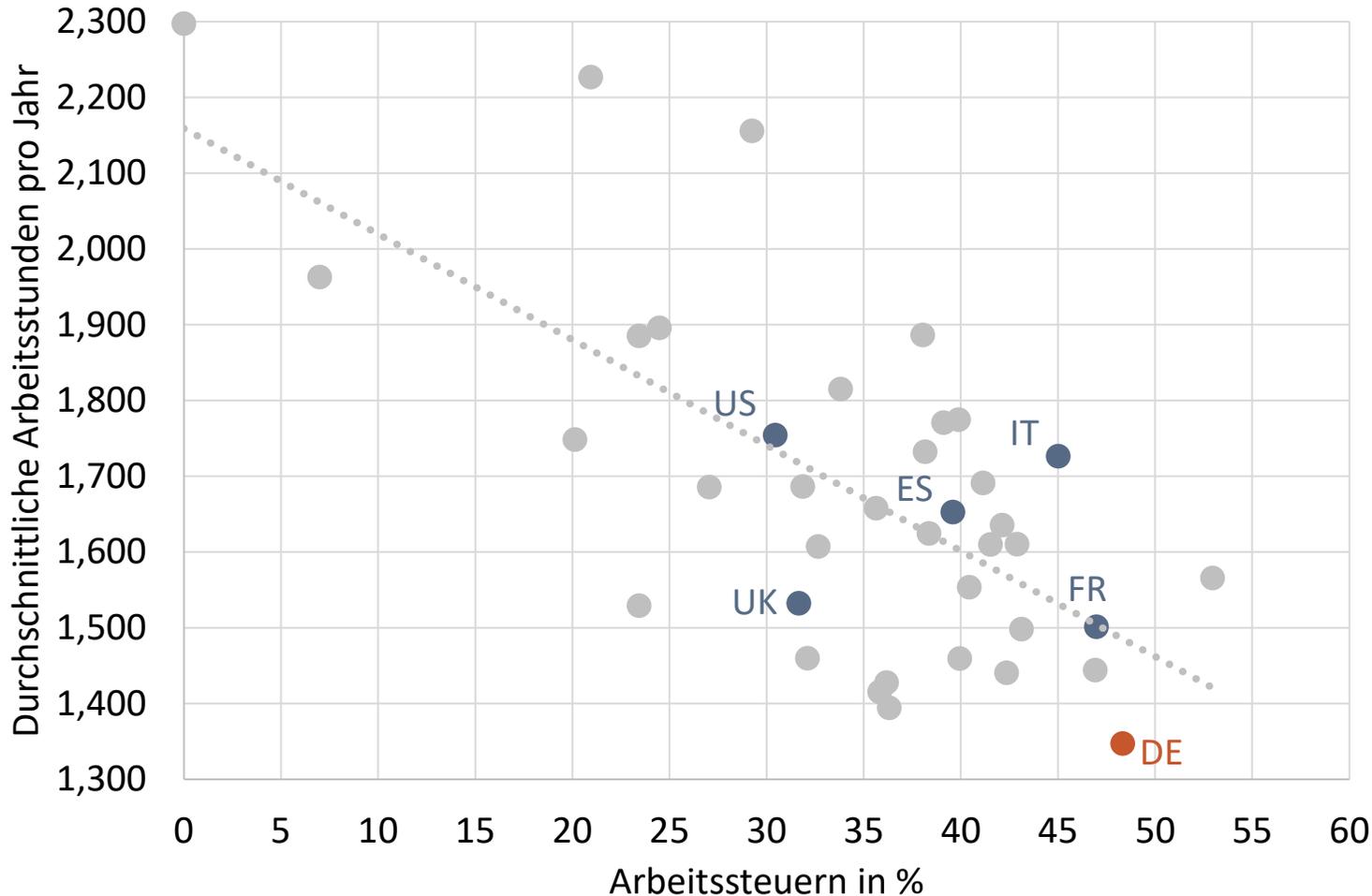


Anteil der Frauen in Teilzeit an allen arbeitenden Frauen (in %). Quelle: Eurostat

- Hoffnung, noch mehr Frauen und Ältere in den Arbeitsmarkt zu bringen
- Hat z.B. Japan geholfen, wo der demografische Wandel früher einsetzte
- Aber in Deutschland könnte ein großer Teil des Potenzials bei der Erwerbsquote bereits gehoben sein – andere Länder u.U. mit mehr Luft
- Teilzeitquote vergleichsweise hoch in Deutschland
- Was ist mit den Jüngeren? G8 anstelle von G9, weniger Fokus auf lange Uni-Bildung etc.

Hohe Steuern verringern den Arbeitsanreiz

Arbeitssteuern (in %) und durchschnittliche Arbeitsstunde pro Jahr

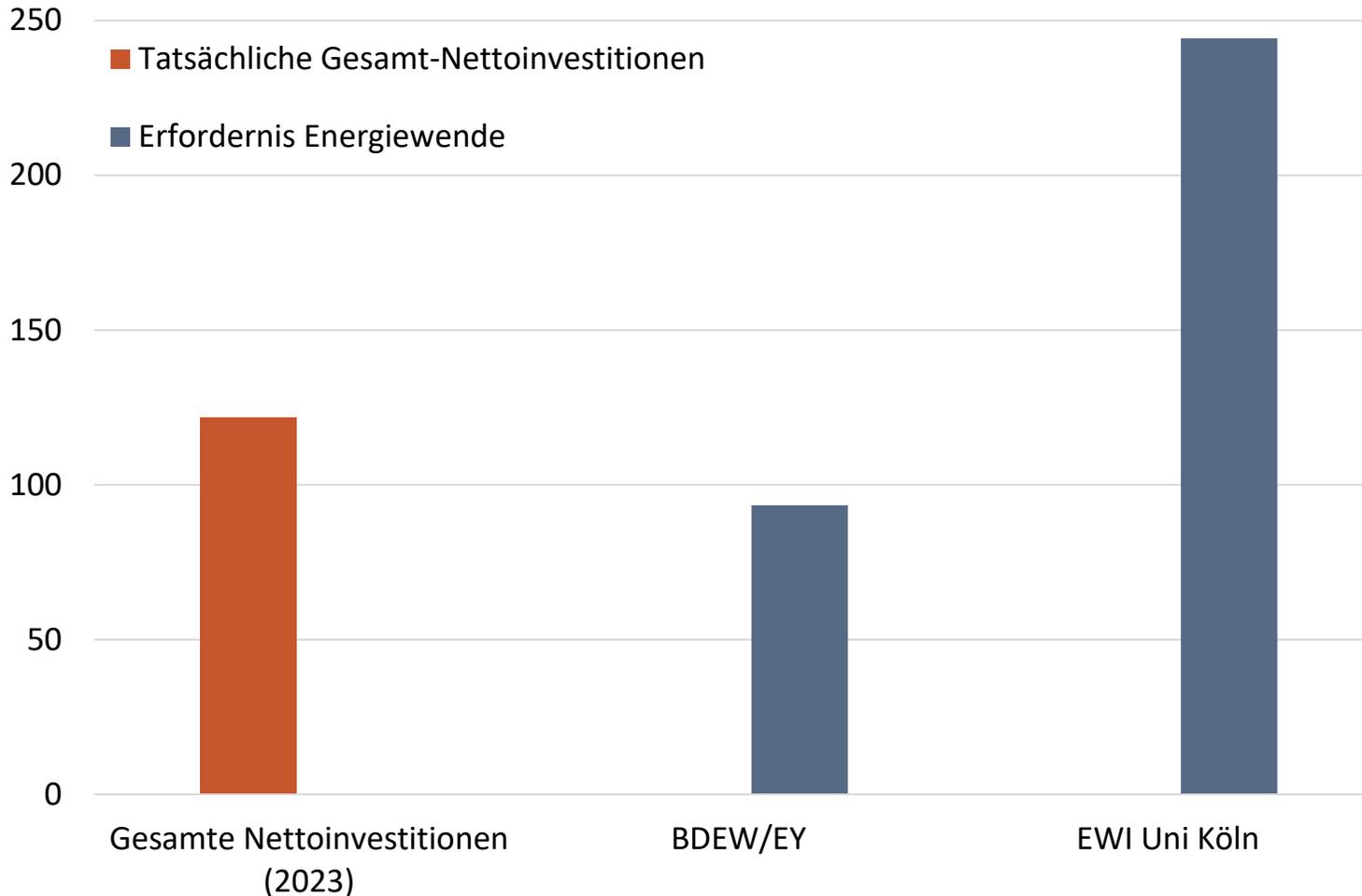


- Außer Belgien sind in keinem anderen OECD-Land die Steuern und Abgaben für einen durchschnittlichen Arbeitnehmer so hoch wie in Deutschland.
- Gleichzeitig sind die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden pro Jahr in Deutschland am niedrigsten.
- Steuerliche Entlastung nötig, um Arbeitsanreize zu erhöhen
- Staatseinnahmen relativ zum BIP waren mit 46,1% auch im Jahr 2023 noch relativ hoch – selbst verglichen mit der eigenen jüngeren Vergangenheit (Durchschnitt der Jahre 2010-2019 war 45,2%)

Daten für 38 OECD-Länder im Jahr 2022. Steuern eines alleinstehenden Arbeiters ohne Kinder mit Durchschnittslohn. Quelle: OECD.

Energiewende verschlingt große Investitionssummen

Deutsche Gesamt-Nettoinvestitionen ggü. Bedarfsschätzungen für Energiewende

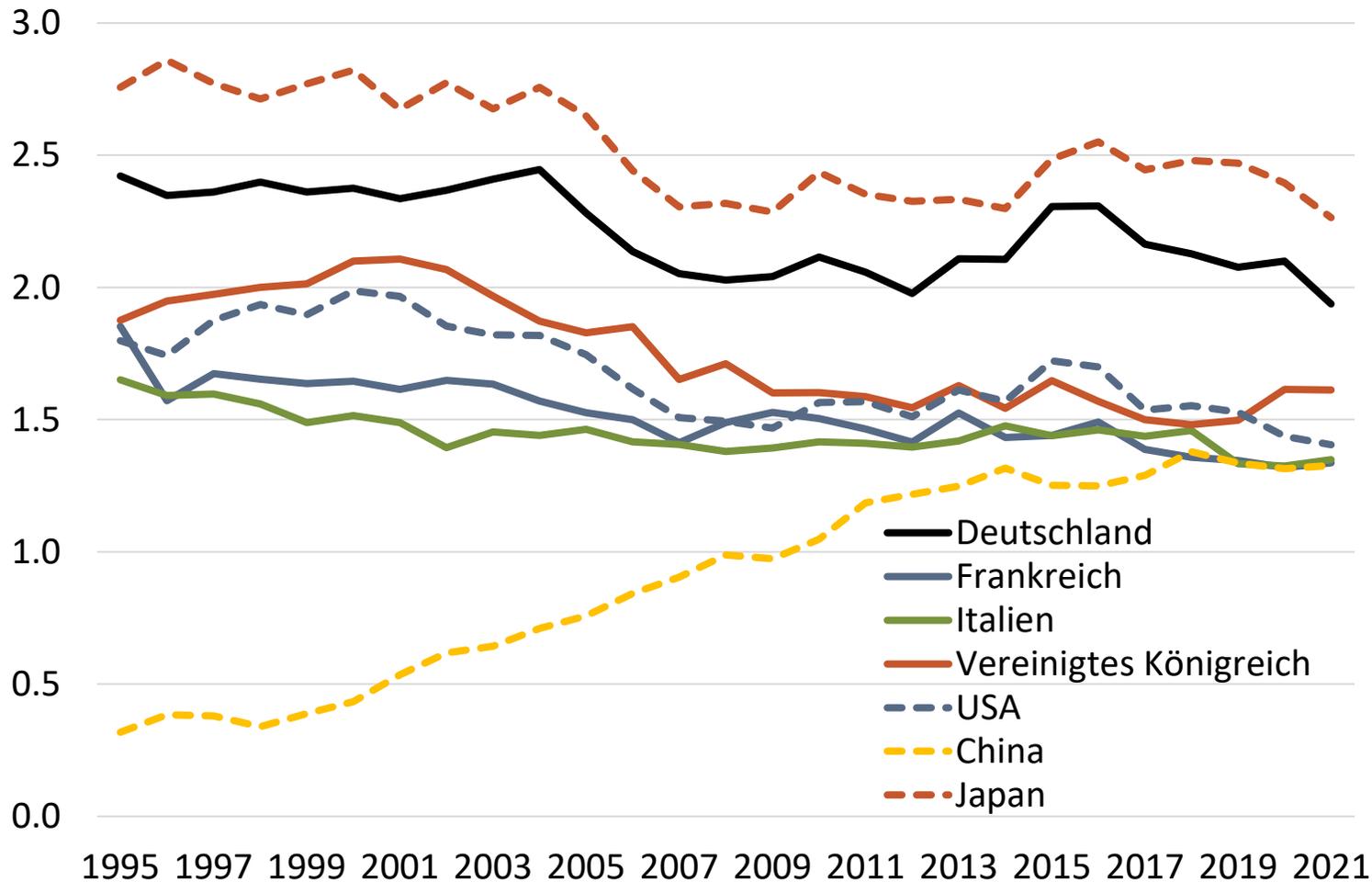


In Milliarden Euro pro Jahr. Quellen: Destatis, BDEW/EY, Berenberg.

- Energiewende erfordert hohe Investitionen in Energieerzeugung, Netze usw.
- Ist-Zahlen gehen auseinander. Bloomberg: 95 Mrd. € im Jahr 2023
- Großer Teil der Investitionen steigert nicht das Produktionspotenzial sondern ersetzt nur bestehende Kapazitäten
- Nach verschiedenen Schätzungen sind die Energiewende-Investitionen hoch im Vergleich zu den deutschen Nettoinvestitionen – d.h. entweder müssten diese stark steigen (und andere Komponenten des BIP entsprechend abgeben) oder das Wachstum wird beeinträchtigt
- Einige Komponenten (private Fahrzeuge) zählen in der Statistik als Konsum

Deutschland hat ein starkes Produzenten-Ökosystem

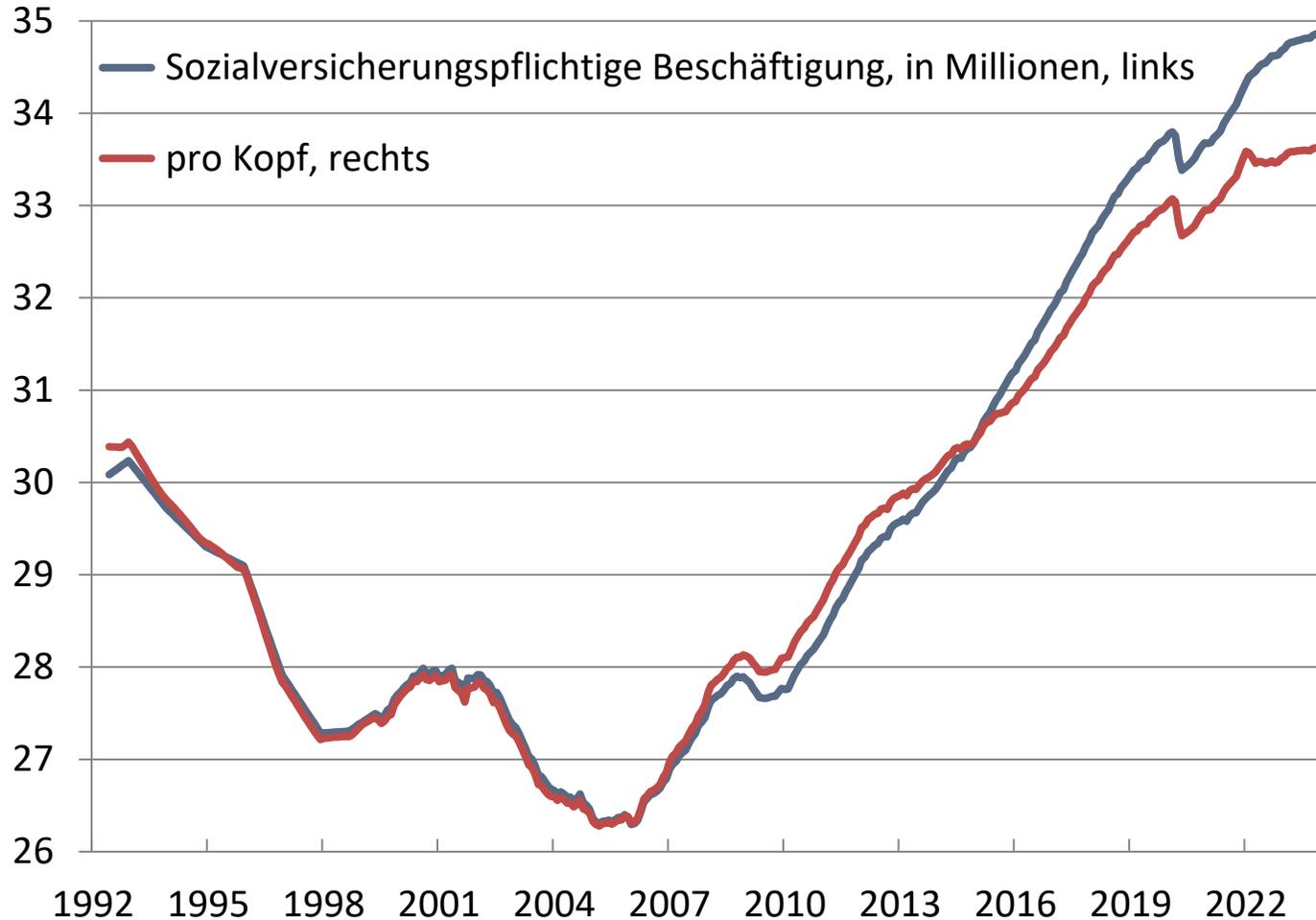
Economic Complexity Index



- Standort Deutschland verfügt über ein Ökosystem an Firmen, die viele komplexe Produkte herstellen...
- ... und sich innovativ anpassen können
- Nach einigen schwachen Jahren seit 2016: Deutschland immerhin noch auf Platz 4 von 133 des „Economic Complexity Index“

Reformerfolge sind möglich – siehe Agenda 2010

Deutschlands Beschäftigungswunder nach den Arbeits- und Sozialreformen von 2004



Quellen: Arbeitsagentur, Bundesbank

- Nach Wiedervereinigung 1990 wurde Deutschland „kranker Mann Europas“.
- Unternehmen verlagerten Jobs ins Ausland wegen exzessiver Abgaben und Regulierung
- Trendwende nach Agenda-2010-Reformen in 2003/05
- Seit Anfang 2006 Anstieg sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung um 33%
- Mehr Jobs = höherer Lebensstandard, Steuereinnahmen etc.
- Arbeitskräftemangel: trotz BIP-Stagnation bleibt Beschäftigung hoch
- 35 Mio. sozialversicherungspflichtige Beschäftigte, davon über 5 Mio. Ausländer
- Ukrainer noch unvollständig im Arbeitsmarkt angekommen