



Konjunktur und Strategie

1. Juni 2023

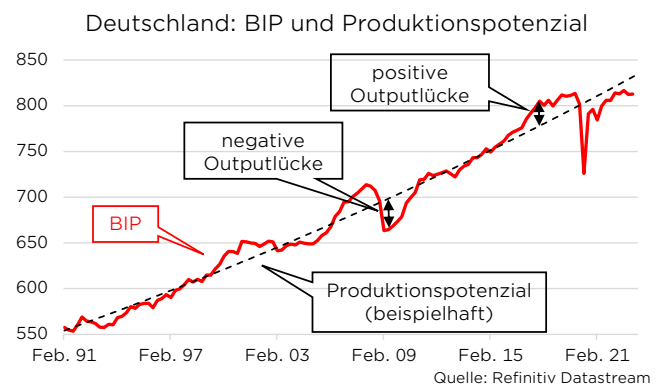
Der deutschen Wirtschaft stehen herausfordernde Zeiten bevor

Nach zwei negativen BIP-Wachstumsraten in Folge ist die deutsche Wirtschaft in eine technische Rezession gerdriftet. Setzt sich die wirtschaftliche Schwäche weiter fort? Ist nun mit einer tiefen Rezession zu rechnen? Oder ist das Schlimmste bereits überstanden und wächst das reale Bruttoinlandsprodukt in Deutschland im zweiten Quartal 2023 wieder? Mit diesen Fragestellungen beschäftigen sich aktuell Volkswirte mit Blick auf den Konjunkturverlauf der nächsten zwölf Monate. Darum soll es in dieser Ausgabe von Konjunktur & Strategie allerdings nicht gehen. Stattdessen werfen wir einen Blick auf die mittelfristige Entwicklung und gehen auf folgende Fragen ein: Kehrt die deutsche Wertschöpfung wieder auf ihren alten Wachstumspfad zurück? Ist mittelfristig mit tendenziell höheren oder niedrigeren Wachstumsraten zu rechnen? Welche wirtschaftlichen Herausforderungen stehen Deutschland bevor?

Das Produktionspotenzial als Gradmesser

Anders als bei kurzfristigen Prognosen, bei denen insbesondere das reale Bruttoinlandsprodukt im Fokus steht, stellen Mittelfristprognosen auf das Produktionspotenzial ab. Diese Messgröße beschreibt die gesamtwirtschaftliche Produktion, die bei „normaler“ Auslastung aller volkswirtschaftlichen Produktionsfaktoren erreichbar wäre. Typischerweise schwankt die tatsächliche Produktion um das Produktionspotenzial: Befindet sich das BIP über (unter) dem Produktionspotenzial, liegt eine positive (negative) Outputlücke vor. Daraus lassen sich wiederum verschiedene Konjunkturphasen wie ein Boom o-

der eine Rezession ablesen. So einleuchtend dieses Konzept auch sein mag, so schwierig ist es, das Produktionspotenzial in der Praxis zu quantifizieren, da es – anders als das BIP nicht – messbar ist.



Welche Faktoren beeinflussen das Potenzialwachstum?

Um die Frage zu klären, wie sich die Produktionskapazität der deutschen Wirtschaft mittelfristig entwickelt, hilft ein Blick auf die einzelnen Determinanten. Insgesamt drei Faktoren sind von Bedeutung. Die erste Determinante stellt das Arbeitsvolumen – also die Gesamtsumme der geleisteten Arbeitsstunden – dar. Diese Größe hängt wiederum von der Zahl der Personen im erwerbsfähigen Alter und der Partizipationsrate (Verhältnis von Erwerbspersonen zur Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter) ab. Zweitens ist der verfügbare Kapitalstock (z.B. Fabrikgebäude oder Maschinen) entscheidend. Und der dritte Faktor ist die totale Faktorproduktivität. Diese Größe beschreibt, wie effizient die Faktoren Arbeit und Kapital zur Produktion eingesetzt werden. Unter einer Verbesserung wird häufig auch ein technologischer Fortschritt verstanden.

Welche Erwartungen haben wir für das Produktionspotenzial? Als relevante Einflussgrößen fungieren die sogenannten drei D's: Demografischer Wandel, De-Globalisierung und Dekarbonisierung.

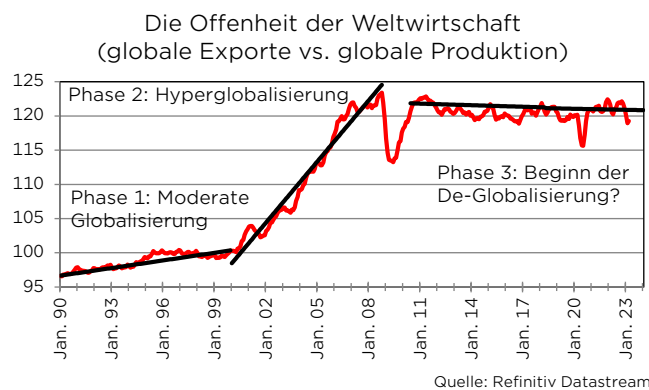
Das Arbeitsvolumen geht zurück

Dass der demografische Wandel in den kommenden Jahren seine Spuren auf dem deutschen Arbeitsmarkt immer stärker hinterlassen wird, ist kein Geheimnis und hinlänglich bekannt. Mit dem Renteneintritt der geburtenstarken Jahrgänge dürfte die Anzahl der Personen im erwerbsfähigen Alter deutlich zurückgehen. Um das Erwerbspersonenpotenzial aufrechtzuerhalten, müssten laut dem ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der Bundesagentur für Arbeit Detlef Scheele jährlich 400.000 Personen nach Deutschland einwandern.¹ Dabei handelt es sich natürlich um einen Richtwert, der aber den hohen Zuwanderungsbedarf sehr gut verdeutlicht. Damit aber nicht genug, denn allein ein Zuwanderungsstrom in dieser Größenordnung reicht nicht aus. Vielmehr ist eine erfolgreiche Integration in den deutschen Arbeitsmarkt sowie die Aus- und Weiterbildung zu Fachkräften notwendig. Spätestens hier sind hohe politische Hürden zu überwinden. Zu vergleichbaren politischen Spannungen dürfte es bei der Diskussion um eine Anhebung des Renteneintrittsalters kommen, die rein rechnerisch dem demografischen Wandel ebenfalls stückweise entgegenwirkt. Darüber hinaus ist die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätige/-r aufgrund von steigenden Teilzeitquoten zuletzt rückläufig gewesen. Dieser Trend dürfte sich weiter fortsetzen. Damit fällt mit Blick nach vorne das Vorzeichen für die Entwicklung des Arbeitsvolumens in Deutschland negativ aus.

Das globale Produktionspotenzial schwächt sich ab

Nicht nur vom demografischen Wandel gehen negative Impulse auf das Produktionspotenzial in Deutschland aus, sondern auch von der Verlangsamung des weltweiten Potenzialwachstums sowie den Tendenzen zur De-Globalisierung. Deutschland als exportorientierte Volkswirtschaft ist von diesen Entwicklungen überproportional stark betroffen. Allen voran dürfte China als globaler Wachstumsmotor und wichtiger Handelspartner für Deutschland an Bedeutung verlieren. Neben kurzfristi-

gen Belastungsfaktoren, wie beispielsweise den Problemen am Immobilienmarkt, sieht sich China ähnlich wie Deutschland mittelfristig mit den Folgen des demografischen Wandels konfrontiert. Darüber hinaus dürften aufgrund zunehmender geopolitischer Spannungen die Produktivitätsfortschritte durch Technologieadaptionen in China zukünftig geringer ausfallen. Inwieweit Indien als bevölkerungsreichstes Land die weltweite Wirtschaftsdynamik künftig stimuliert und in die Fußstapfen von China als globaler Wachstumsmotor tritt, muss sich erst zeigen. Für einen weiteren Aufstieg der indischen Wirtschaft spricht der große Binnenmarkt, der von einer Verlangsamung des globalen Produktionspotenzials weniger stark tangiert wird. Zusätzlich verspricht eine junge Bevölkerung ein konstantes oder gar zunehmendes Arbeitspotenzial. Gleichzeitig erhöhen geringe Löhne im globalen Wettbewerb die Standortattraktivität und ziehen ausländisches Kapital an. Aus diesen Gründen ist es nicht verwunderlich, dass der Internationale Währungsfonds für Indien in den folgenden zwei Jahren das kräftigste Wirtschaftswachstum unter den größten Volkswirtschaften prognostiziert. Allerdings dürfen die nach wie vor hohe Armut und die ausbaufähige Infrastruktur bei der Mittelfristprognose nicht vergessen werden.

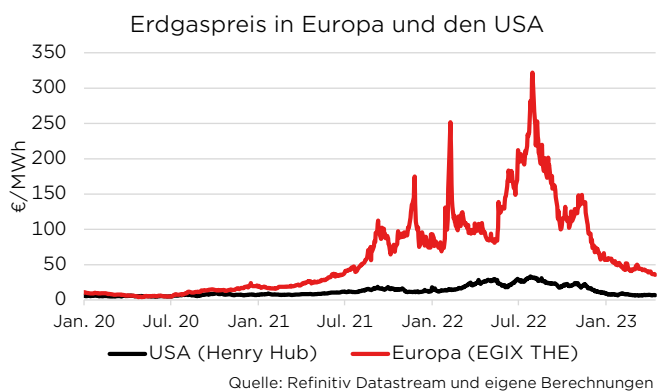


Aber auch der weltweite Handel dürfte durch De-Globalisierungstendenzen stagnieren oder gar schrumpfen. So hat die Corona-Pandemie die hohe Anfälligkeit der bestehenden Lieferketten gegenüber exogenen Schocks aufgezeigt. Daher werden Unternehmen künftig auf robustere Produktionsketten sowie eine hohe Versorgungssicherheit setzen und im Gegenzug auf komparative Vorteile verzichten.

¹ <https://www.dw.com/de/deutschland-braucht-400000-migranten-pro-jahr/a-58962209>

Die Dekarbonisierung erfordert einen Umbau des Kapitalstocks

Dass die Dekarbonisierung aus ökologischer Sicht absolut notwendig ist, steht außer Frage. Ferner entfaltet der Transformationsprozess zu einer kohlenstofffreien Wirtschaft aus konjunktureller Sicht aufgrund des hohen Investitionsbedarfs positive Effekte. Allerdings werden durch die Dekarbonisierung keine zusätzlichen Produktionskapazitäten geschaffen. Es erfolgt lediglich ein Umbau, aber kein Aufbau des Kapitalstocks. Oder mit anderen Worten ausgedrückt: Das Produktionsergebnis bleibt ceteris paribus unverändert, weist jedoch eine geringere Emissionsintensität auf. Ein signifikanter Anstieg des Produktionspotenzials lässt sich daraus nicht ableiten.



Zusätzlich kommt für das Produktionspotenzial Gegenwind von den Energiepreisen. Dabei wurde der große Einfluss beispielsweise vom Erdgaspreis auf das Wirtschaftswachstum insbesondere im Zuge des Krieges in der Ukraine deutlich. So stieg in Europa der Preis für Erdgas bedingt durch die schockartige Verknappung in der Spitze auf 322 Euro pro Megawattstunde. In den USA lag der Spitzenpreis bei lediglich 34 Euro pro Megawattstunde. Zwar fiel zuletzt der Erdgaspreis in Europa wieder, jedoch bleibt ein gewisses Aufwärtsrisiko bestehen, denn Flüssigerdgas (LNG) ist technisch bedingt teurer als Pipeline-Erdgas. Hinzu kommt, dass Erdgas in Europa aktuell rund sechsmal so teuer wie in den USA ist. Im historischen Durchschnitt war der europäische Erdgaspreis dagegen „nur“ doppelt so teuer wie in den USA. Sollte diese Divergenz mittelfristig bestehen bleiben, bauen die USA komparative Vorteile auf, sodass vor allem energieintensive Unternehmen womöglich aus Deutschland abwandern.

Der Rückgang des Produktionspotenzials lässt sich abfedern

Da wir aber nicht nur die Herausforderungen für die deutsche Wirtschaft aufzählen und ein allzu düsteres Bild zeichnen wollen, zeigen wir Lösungsansätze auf, wie sich der Rückgang des Produktionspotenzials abfedern lässt.

Um die negativen Effekte des demografischen Wandels auf das Arbeitsvolumen zu mindern und gleichzeitig Unternehmen in Deutschland zu halten beziehungsweise neue anzuziehen, müssen die Standortfaktoren verbessert werden. Der Staat sollte aber nicht auf kurzfristige und zeitlich begrenzte Subventionen setzen, denn dann besteht die Gefahr, dass die Unternehmen die Förderungen zwar vereinnahmen, aber den Standort Deutschland nach dem Auslaufen der Hilfen verlassen. Mittel- bis langfristig liefert dieser Lösungsansatz daher keinen nachhaltigen Mehrwert. Wie kann es stattdessen gelingen? Die Forderung nach einer Verbesserung des Bildungssystems ist zwar nicht neu, wird aber vor dem Hintergrund der bevorstehenden Herausforderungen wichtiger denn je. Nur so lassen sich die Angebotsengpässe bei gut ausgebildeten Fachkräften beseitigen und zum anderen die Arbeitsproduktivität erhöhen. Daneben ist aber auch der Ausbau der Kinderbetreuung ein wichtiger Schritt, um attraktive Rahmenbedingungen für Familien zu schaffen und gleichzeitig das Arbeitsvolumen zu erhöhen. Eine gut ausgebaute Infrastruktur inklusive verlässlichem Zugverkehr ist für eine erfolgreiche Standortpolitik ebenfalls essentiell. Darüber hinaus sollten bürokratische Abläufe des Staates auf den Prüfstand gestellt werden. Zu guter Letzt spielen aber auch kompetitive Energiepreise eine wichtige Rolle für die Standortwahl von Unternehmen. Entscheidungsträger/-innen sollten versuchen, mehrjährige Lieferverträge abzuschließen, um langfristige und preisdämpfende LNG-Produktionskapazitäten im Ausland zu fördern.

Am Ende ist es aus unserer Sicht wichtig, die Herausforderungen für die deutsche Wirtschaft im Blick zu behalten und über Lösungsansätze zu diskutieren. Gleichzeitig sollte man aber nicht den Kopf in den Sand stecken und den Teufel an die Wand malen, denn ein moderater Rückgang des Potenzialwachstums hat in der Praxis für die Märkte und dem Alltag deutscher Bürger/-innen kaum einen spürbaren Einfluss. Außerdem hat die Vergangenheit gezeigt, dass der Mensch sehr erfinderisch und kreativ bei der Bewältigung von Herausforderungen ist.

Überblick über Marktdaten

| Aktienmärkte | Stand | Veränderung zum | | | | |
|--------------------------------|---------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------|
| | 01.06.2023 16:45 | 25.05.2023 -1 Woche | 28.04.2023 -1 Monat | 28.02.2023 -3 Monate | 31.05.2022 -12 Monate | 30.12.2022 YTD |
| Dow Jones | 32911 | 0,4% | -3,5% | 0,8% | -0,2% | -0,7% |
| S&P 500 | 4192 | 1,0% | 0,5% | 5,6% | 1,4% | 9,2% |
| Nasdaq | 12950 | 2,0% | 5,9% | 13,0% | 7,2% | 23,7% |
| Russell 2000 | 1750 | -0,3% | -1,1% | -7,7% | -6,1% | -0,6% |
| DAX | 15782 | -0,1% | -0,9% | 2,7% | 9,7% | 13,3% |
| MDAX | 26587 | -0,7% | -4,6% | -7,2% | -11,1% | 5,9% |
| TecDAX | 3225 | 1,2% | -1,3% | 0,5% | 1,6% | 10,4% |
| EuroStoxx 50 | 4240 | -0,7% | -2,7% | 0,0% | 11,9% | 11,8% |
| Stoxx 50 | 3941 | -0,8% | -2,7% | 1,2% | 7,3% | 7,9% |
| SMI (Swiss Market Index) | 11280 | -0,4% | -1,4% | 1,6% | -2,9% | 5,1% |
| FTSE 100 | 7472 | -1,3% | -5,1% | -5,1% | -1,8% | 0,3% |
| Nikkei 225 | 31148 | 1,1% | 7,9% | 13,5% | 14,2% | 19,4% |
| Brasilien BOVESPA | 108641 | -1,3% | 4,0% | 3,5% | -2,4% | -1,0% |
| Russland RTS | 1061 | 1,9% | 2,6% | 12,1% | -12,2% | 9,3% |
| Indien BSE 30 | 62429 | 0,9% | 2,2% | 5,9% | 12,3% | 2,6% |
| China CSI 300 | 3807 | -1,1% | -5,5% | -6,5% | -7,0% | -1,7% |
| MSCI Welt | 2801 | 0,1% | -1,2% | 3,2% | 0,3% | 7,6% |
| MSCI Welt SRI | 2756 | -0,1% | -0,2% | -4,5% | 2,9% | 11,5% |
| MSCI Emerging Markets | 959 | -0,6% | -1,9% | -0,6% | -11,1% | 0,2% |
| Zinsen und Rentenmärkte | | | | | | |
| Bund-Future | 136,05 | 243 | 49 | 314 | -1552 | 312 |
| Bobl-Future | 118,22 | 130 | 25 | 304 | -827 | 247 |
| Schatz-Future | 105,61 | 30 | -6 | 63 | -451 | 19 |
| 3 Monats Euribor | 3,46 | 32 | 57 | 108 | 380 | 157 |
| 3M Euribor Future, Dez 2023 | 3,71 | -13 | 8 | -22 | 200 | 10 |
| 3 Monats \$ Labor | 5,52 | 5 | 21 | 55 | 391 | 75 |
| Fed Funds Future, Dez 2023 | 4,94 | -7 | 33 | -37 | 206 | 30 |
| 10-jährige US Treasuries | 3,61 | -21 | 18 | -31 | 76 | -22 |
| 10-jährige Bunds | 2,27 | -22 | -6 | -34 | 114 | -30 |
| 10-jährige Staatsanl. Japan | 0,42 | -1 | 6 | -8 | 18 | 1 |
| 10-jährige Staatsanl. Schweiz | 0,85 | -22 | -21 | -59 | -4 | -76 |
| US Treas 10Y Performance | 600,10 | 1,5% | -1,5% | 3,1% | -3,1% | 3,5% |
| Bund 10Y Performance | 545,98 | 1,9% | 0,6% | 3,9% | -7,3% | 3,9% |
| REX Performance Index | 438,73 | 0,9% | 0,7% | 2,7% | -4,9% | 1,4% |
| IBOXX A.A., € | 3,54 | -19 | 5 | -24 | 147 | -6 |
| IBOXX BBB, € | 4,49 | -19 | 6 | -14 | 149 | -21 |
| ML US High Yield | 8,87 | -2 | 45 | 19 | 167 | -11 |
| Wandelanleihen Exane 25 | 6620 | 0,0% | 0,0% | 0,0% | -3,1% | 0,0% |
| Rohstoffmärkte | | | | | | |
| S&P Commodity Spot Index | 528,23 | -2,4% | -6,5% | -9,2% | -32,8% | -13,4% |
| MG Base Metal Index | 372,99 | 0,2% | -6,4% | -10,2% | -21,5% | -10,8% |
| Rohöl Brent | 72,79 | -4,6% | -8,5% | -13,3% | -40,8% | -14,3% |
| Gold | 1974,76 | 1,5% | -0,8% | 8,1% | 7,0% | 8,8% |
| Silber | 23,56 | 3,1% | -6,0% | 13,1% | 8,3% | -0,8% |
| Aluminium | 2286,50 | 1,9% | -3,4% | -1,8% | -17,1% | -2,7% |
| Kupfer | 8070,00 | 2,0% | -5,9% | -9,8% | -14,6% | -3,5% |
| Eisenerz | 101,37 | -4,0% | -12,7% | -19,4% | -24,1% | -8,9% |
| Frachtraten Baltic Dry Index | 977 | -19,6% | -38,0% | -1,3% | -61,9% | -35,5% |
| Devisenmärkte | | | | | | |
| EUR/ USD | 1,0729 | -0,1% | -2,3% | 1,0% | 0,1% | 0,6% |
| EUR/ GBP | 0,8569 | -1,5% | -2,4% | -2,2% | 0,8% | -3,4% |
| EUR/ JPY | 149,13 | -0,3% | -0,1% | 2,7% | 6,0% | 6,0% |
| EUR/ CHF | 0,9755 | 0,5% | -0,9% | -1,9% | -5,1% | -0,9% |
| USD/ CNY | 7,1003 | 0,3% | 2,6% | 2,4% | 6,4% | 2,9% |
| USD/ JPY | 139,35 | -0,5% | 2,2% | 2,3% | 8,3% | 6,3% |
| USD/ GBP | 0,7987 | -1,5% | 0,4% | -3,3% | 0,7% | -3,9% |

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.