

Kapitalmärkte Blickpunkt

Ausgabe 16.08.2023 | LBBW Research | Macro/Strategy

Deutschland in „5D“: Strukturwandel mit Preiseffekten

Auf einen Blick

- Die Weltwirtschaft ist in die Phase eines beschleunigten Strukturwandels eingetreten, ablesbar nicht zuletzt an erhöhten Inflationsraten. Deutschland trifft dieser Strukturwandel besonders.
- Die Inflation mag zwar ihren zyklischen Hochpunkt hinter sich haben. Der Abstieg vom Gipfel gestaltet sich aber zäh.
- Eine nachteilige Demographie wird für anhaltend preistreibende Effekte von der Lohnseite sorgen. Für Preisauftrieb sprechen auch ein zu beobachtender Trend hin zu einer schleichenden Deglobalisierung und ein begonnener Umbau der Wirtschaft in Richtung Dekarbonisierung, zumindest auf kurze und mittlere Sicht. Längerfristig wird sich der Preistrend hier umkehren.
- Die Begleitung des Strukturwandels durch die öffentliche Hand wird viel Geld kosten. Die zugehörigen Effekte auf die Preisniveauentwicklung sehen wir neutral, sofern die EZB die Defizite nicht alimentiert. Hoffnung setzen wir in die kontinuierliche Digitalisierung des Wirtschaftslebens. Der sich hierdurch manifestierende technische Fortschritt dämpft die Teuerung zweifelsohne.

„D in 5D“: Absehbare Preiseffekte ausgewählter Entwicklungen

	kurzfristig	langfristig
Demographischer Wandel	↗	↗
Deglobalisierung	↗	↘
Dekarbonisierung	↗	↘
Digitalisierung	↘	↘
Defizitäre öffentliche Haushalte	→	→

Quelle: LBBW Research, eigene Erstellung

Dr. Moritz Kraemer
Chefvolkswirt
und Leiter des Bereichs Research
+49 711 - 127 - 73 462
moritz.kraemer@LBBW.de

Sabrina Kremer
Senior Analystin Sustainability
+49 711 - 127 - 74 551
sabrina.kremer@LBBW.de

Matthias Krieger
Senior Economist
+49 711 - 127 - 73 036
matthias.krieger@LBBW.de

Dr. Thomas Meißner
Leiter Strategy Research
+49 711 - 127 - 73 574
thomas.meissner@LBBW.de

Dr. Jens-Oliver Niklasch
Senior Economist
+ 49 711 - 127 - 76 574
jens-oliver.niklasch@LBBW.de

Dr. Guido Zimmermann
Senior Economist
+49 711 - 127 - 71 640
guido.zimmermann@LBBW.de

LBBWResearch@LBBW.de

 LBBW_Research

Erstellt am:
16.08.2023 09:54

Hinführung zum Thema: Deutschland in „5D“

Der Inflationsschock sitzt tief. Noch zu präsent ist der Ausbruch. Über lange Jahre hatten viele Wirtschaftsakteure immer nur im Trend rückläufige Teuerungsraten gesehen. Die Notenbanken bekämpften „deflationäre Tendenzen“. Dann kamen die Jahre 2020 bis 2023. In Deutschland reichte die Geldentwertung in der Spitze nahe an die 10% heran.

Jetzt sinkt die Inflation. Aktuell schreiben wir mittlere einstellige Prozentwerte. Die Tendenz weist zwar derzeit abwärts, aber das muss nicht so bleiben. Die Frage lautet, welche inhärenten Treiber in den kommenden Monaten und Jahren am Werk sein werden. Bei alledem: **Der Abstieg vom Inflationsgipfel gestaltet sich zäh.**

Hinzu kommt: Speziell Deutschland mit seiner industrie- und exportlastigen Wirtschaftsstruktur hat unter den jüngsten Preisturbulenzen stark gelitten. Das Land durchläuft die **Phase eines beschleunigten Strukturwandels**. Auch hieraus werden sich Rückwirkungen auf das Preisgefüge in der Wirtschaft und auf das Preisniveau ergeben – unter Umständen auf Jahre.

Grund genug für uns, dem **Ursache-Wirkungs-Zusammenhang zwischen dem begonnenen Strukturwandel und der Inflation** nachzugehen, speziell aus dem Blickwinkel Deutschlands. Fünf Faktoren erscheinen uns maßgeblich: ein gradueller demographischer Niedergang, ein zu beobachtender Trend in Richtung Deglobalisierung, der grüne Umbau der Wirtschaft, eine immense Digitalisierung nahezu aller Wirtschafts- und Lebensbereiche sowie eine Verschlechterung der Situation der öffentlichen Haushalte. Alle diese Trends wirken sich unverkennbar aus auf die wirtschaftlichen Entscheidungen jedes Unternehmens und jedes Privathaushaltes. Die Rückwirkungen auf die Preisniveauentwicklung sind bei alledem höchst komplex und in Teilen widersprüchlich.

Deutschland in „5D“: Was bedeutet all dies für die Inflation?



Quelle: LBBW Research, eigene Erstellung

**Inflation:
Zunächst
überbordend, ...**

**... nun
nachlassend**

**Deutschland
in Phase eines
beschleunigten
Strukturwandels**

**Teuerung
in Deutschland:
Wie sieht es längerfristig aus?**

Demographie: Uns gehen die Arbeitskräfte aus

„Baby Boomer“ heißen in den westlichen Industrieländern gemeinhin die geburtenstarken Jahrgänge zwischen ca. 1955 und 1969. In Deutschland war 1964 der absolut geburtenstärkste Jahrgang nach dem Zweiten Weltkrieg. Knapp 1,4 Mio. Kinder kamen insgesamt in Ost- und in Westdeutschland damals zur Welt. Die benachbarten Jahrgänge waren kaum schwächer. Die Anzahl der Kinder, bezogen auf die Anzahl der Frauen im gebärfähigen Alter, lag damals bei knapp 2,5. Um 1970 begann diese Geburtenziffer in Deutschland zu sinken. Derzeit liegt sie hierzulande bei 1,5. Alle Versuche der Politik, sie zu erhöhen, sind gescheitert. Für eine stationäre Entwicklung der Bevölkerung bedarf es, ohne Immigration, eines Wertes von 2,1.

Am Arbeitsmarkt sorgten die geburtenstarken Jahrgänge lange für einen Schub. Bis in die beginnenden 1990er-Jahre traten die Baby-Boomer ins Erwerbsleben ein. Die Folge: ein Anstieg des Arbeitskräfteangebots. Nun geht diese Generation peu à peu in den Ruhestand. In Deutschland hängt das gesetzliche Renteneintrittsalter derzeit vom Geburtsjahrgang ab. Für die längst abgetretenen Geburtsjahrgänge bis 1946 betrug die „Regelaltersgrenze“ 65 Jahre. Spätere Jahrgänge müssen je Geburtsjahrgang einen Monat länger arbeiten. Wer 2023 die Regelaltersgrenze erreicht, wurde im Jahr 1957 geboren und muss bis zum Alter von 65 Jahren und elf Monaten arbeiten. Dabei liegt die Erwerbsquote der 60- bis 64-jährigen Personen nicht bei 100%, sondern derzeit bei 61%.

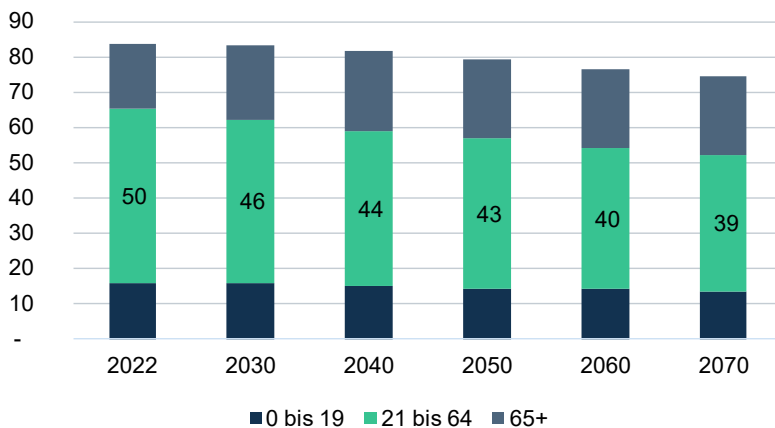
In den kommenden Jahrzehnten wird die Bevölkerung in Deutschland nach Vorausberechnungen der amtlichen Statistik abnehmen. Die Altersgruppe der 21- bis 64-jährigen, aus der sich die Erwerbspersonen vorrangig rekrutieren, dürfte bis 2030 um 4 Mio. schrumpfen und bis 2070 um insgesamt 11 Mio. auf dann 39 Mio. Was das für den Arbeitsmarkt heißt, hat das Institut für Arbeitsmarkt und Berufsforschung (IAB) berechnet. Ohne Migration und sonstige Effekte wie Anpassungen des Regelalters wird die Anzahl der Erwerbspersonen in Deutschland bis

Die Demographie läuft gegen uns: ...

... Es gehen geburtenstarke Jahrgänge, ...

... es folgen geburtenschwache Jahrgänge

Deutschland: Bevölkerung nach Lebensalter



Quelle: Destatis, LBBW Research

2035 Jahr für Jahr per Saldo um rund eine halbe Million sinken. 2020 gab es in Deutschland 47,2 Mio. Erwerbspersonen. Für das Jahr 2035 werden 40 Mio. erwartet; 2060 sollen es nur noch 31 Mio. sein.

Erfahrungsgemäß ändert sich mit dem Arbeitsangebot auch die Neigung potentieller Erwerbspersonen, aus der „Stillen Reserve“ ins Erwerbsleben einzutreten. Steigen die Reallöhne, bspw. infolge einer Knappheit an Arbeitskräften, oder verbessert sich die Betreuung pflegebedürftiger Angehöriger oder von Kindern, nimmt die Neigung zu arbeiten zu. Indes: Auch unter Berücksichtigung eines solchen „Verhaltenseffekts“ wäre der Rückgang der Erwerbspersonenanzahl laut IAB gravierend: bis 2035 auf 43 Mio., bis 2060 auf 33,7 Mio. **Erst eine Nettozuwanderung um 400 Tsd. Arbeitskräften jährlich würde die Anzahl der Erwerbspersonen in den kommenden Jahrzehnten bei rund 47,5 Mio. stabilisieren.**

Es ist unrealistisch, der am Arbeitsmarkt längst wirksamen demographischen Verschlechterung allein mit Zuwanderung begegnen zu wollen. 400 bis 500 Tsd. Menschen müssten pro Jahr Deutsch lernen: Hierfür fehlen die Kapazitäten. Hinzu kommt: Die Einwanderung angeworbener Arbeitsmigranten liefere parallel zur Migration aus humanitären Gründen wie Asyl und Krieg. Die Akzeptanz von Zuwanderung ist zwar grundsätzlich hoch; laut einer Studie der Friedrich-Ebert-Stiftung befürworten fast zwei Drittel der hiesigen Wohnbevölkerung die Einwanderung von Fachkräften. Eine Vermischung von Arbeitsmigration und humanitärer Migration könnte aber die Akzeptanz der Fachkräfteeinwanderung unterminieren. Insgesamt ist zu sagen: **Nach aller Voraussicht wird das qualifizierte Arbeitsangebot in Deutschland auf Jahrzehnte hinaus sinken.**

Was bedeutet all dies für die Inflation?

- Das Arbeitsangebot ließe sich zwar auch durch Arbeitszeitregelungen ausweiten. Doch sind weder eine längere Wochenarbeitszeit noch eine längere Lebensarbeitszeit Forderungen, die bei Beschäftigten oder in der Wahlklientel verfangen. **Das letzte große im Inland mobilisierbare Arbeitskräftepotential stellen vermutlich die Teilzeit Arbeitenden.** Destatis schätzte 2021, dass von 12 Mio. Arbeitnehmern in Teilzeit zwar immerhin 6,7% gerne mehr arbeiten würden. Aber für sie war keine Vollzeitstelle verfügbar. Nicht weniger als 23,9% der Befragten arbeiten in Teilzeit, um Kinder zu betreuen, Angehörige zu pflegen oder aus sonstigen familiären Gründen.
- Eine Ausweitung von Betreuungsangeboten für Kinder und ein verbessertes Angebot von Pflegedienstleistungen könnten für Abhilfe sorgen. Dies schüfe indes neuen **Bedarf an Fachkräften** für Betreuung und Pflege.
- Vieles spricht für eine weiter zunehmende Knappheit des qualifizierten Angebots am Arbeitsmarkt. Als Effekt hieraus ergibt sich die **Perspektive auf einen in den kommenden Jahren anhaltenden Lohndruck.** Dieser wird ohne Zweifel **Ausdruck in einer kaum nachlassenden Inflation** finden.

11 Mio. Erwerbspersonen weniger ...

... innerhalb eines Jahrzehnts

Immigration wird das Problem nicht lösen

Folge für sich genommen: anhaltender Lohn- und Preisdruck

Preisdruck:



Digitalisierung: Es winken Produktivitätsgewinne

2023 wird als dasjenige Jahr in die Geschichte eingehen, in dem technologisch endgültig das 21. Jahrhundert begonnen hat. Mit der exponentiellen Adaption neuer Anwendungen der Künstlichen Intelligenz (KI) für die breite Öffentlichkeit (Bsp.: ChatGPT) ist klar geworden: Die Digitalisierung der Weltwirtschaft schreitet unaufhaltsam und rasant voran. Unter **Digitalisierung** wird sowohl die Transformation analoger Produkte in digitale Formate als auch – darauf aufbauend – die Entwicklung digitaler Geschäftsmodelle verstanden. Der Digitalisierung wird häufig ein dämpfender Einfluss auf die Preise bestimmter Güter und Dienstleistungen und auf die Gesamtinflation zugeschrieben:

- **Von der Digitalisierung versprechen sich viele mehr Wettbewerb auf den Güter- und Arbeitsmärkten.** So trägt eine **Digitalisierung des Welthandels** zu niedrigeren Inflationsraten weltweit bei. Zum einen führen mehr digitale Güter zu mehr Wettbewerb auf den Weltmärkten. Zum anderen hilft die Digitalisierung den Unternehmen dabei, durch Fern- und Telearbeit im Ausland Beschäftigte zu kompetitiveren Löhnen zu akquirieren. Dies senkt Lohnforderungen und die Marktmacht von Gewerkschaften. Auch werden zahlreiche unternehmensbezogene Dienstleistungen durch die Digitalisierung zunehmend ortsunabhängig. Mittels Digitalisierung lassen sich kostensenkend Leistungen aus zahlreichen Ländern beziehen und diversifizieren. Diesen Effekten der Digitalisierung des Welthandels läuft indes aktuell ein zu beobachtender Trend in Richtung De-Globalisierung entgegen.
- **Die Digitalisierung führt zu einem höheren Produktivitätswachstum und damit zu einer niedrigeren Inflationsrate.** So zeigen erste empirische Studien, dass ChatGPT die Arbeitsproduktivität seiner Nutzer stark erhöht.
- Grundlage der Digitalisierung sind Daten. Dabei sind Daten nicht wie Öl, sondern wie Sand. Daten stiften nämlich nur dann Nutzen, wenn mit ihnen Netzwerkeffekte einhergehen. Diese Netzwerkeffekte in der Digitalwirtschaft begründen eine erhebliche Marktmacht, die zu höheren Preisen führen kann als bei deren Abwesenheit. **Die Marktmacht großer Technologiekonzerne wiegen indes ein hoher technologischer Wettbewerb und eine größere Produktvielfalt mehr als auf.**

Die direkten und indirekten Effekte der Digitalisierung sind nur schwer empirisch zu fassen. Dies liegt auch am weiten Interpretationsspielraum des Begriffs „Digitalisierung“. Um sich diesem Begriff anzunähern, wird oft mit Messgrößen gearbeitet, so mit dem Anteil des E-Commerce in einer Volkswirtschaft oder mit der Produktion von Gütern und Diensten der Informations- und Kommunikationsgütertechnologie (IKT). Der Beitrag der IKT-Produkte an der jährlichen HVPI-Gesamtinflation [im Euro-raum](#) liegt bei rund 4%: nicht „kriegsentscheidend“ für die Gesamtinflationsrate. Der [IWF](#) findet für ein Sample von 36 Ländern einen zwar nicht großen, aber zunehmenden, dämpfenden Effekt auf die Inflationsrate. In Zukunft dürften die meisten Güter mit digitalen Komponenten verbunden sein. Zudem gehen digitale Güter mit schnellen technologischen Änderungen einher. All dies macht die [statistische Erfassung](#) sehr [schwierig](#)

Digitalisierung schreitet rasant voran

Mehr Wettbewerb auf Arbeits- und Gütermärkten

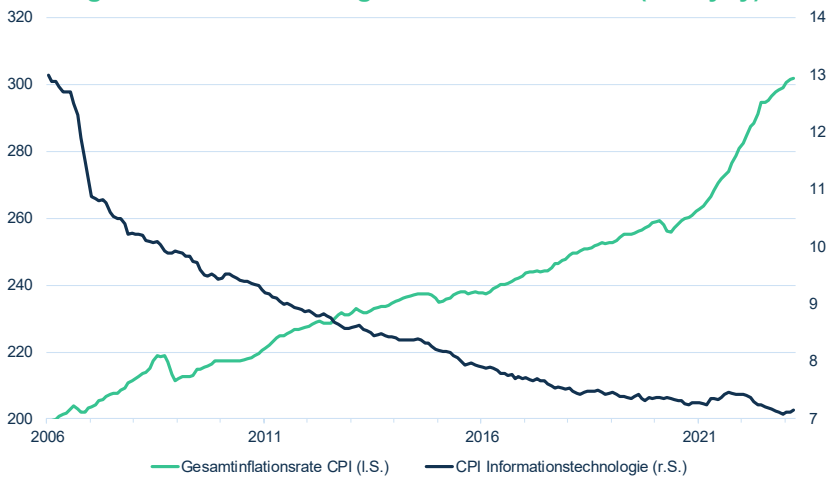
KI führt zu höherem Produktivitätswachstum

Preissetzungsmacht erodiert durch erhöhten Konkurrenzdruck

Erfassung digitaler Güter schwierig

und [neue statistische Messmethoden](#) notwendig. Die Frage nach den Effekten der Digitalisierung auf die Inflationsrate könnte aufgrund einer fortschreitenden Durchdringung digitaler Formate in sämtlichen Lebensbereichen u. U. in Zukunft zu einer Leerformel degenerieren.

Vereinigte Staaten: Zwei ausgewählte Preisindizes (in % yoy)



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, LBBW Research

Was bedeutet all dies für die Inflation?

- Die Digitalisierung der Weltwirtschaft dürfte in den nächsten Jahren noch schneller voranschreiten als schon bislang. Dieser Effekt wird helfen, die Inflation zu drücken. [Empirische Evidenz](#) zeigt, dass die Digitalisierung zu einer erhöhten Preisflexibilität führt: Bei Überauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten erhöhen sich die Preise schneller als früher; in rezessiven Phasen kommt es umgekehrt zu stärkeren disinflationären Effekten. Genau gegenläufige Effekte sind überraschenderweise für [Deutschland](#) zu finden, was auf einen hierzulande [geringeren Digitalisierungsgrad im Ländervergleich](#) zurückzuführen ist.
- Die mit Methoden der KI verbundenen [Produktivitätspotenziale sind langfristig zu sehen](#). Zwar wirkt die Digitalisierung oft nicht sofort produktivitätssteigernd wie gewünscht. Dies liegt aber daran, dass Digitalisierungsprozesse in der Realwirtschaft oft langsam vonstatten gehen. Naturgemäß gibt es Phasen wie zu Zeiten der Corona-Pandemie, in denen die Digitalisierung schnell voranschreitet. Die Umsetzung neuer Ideen und Instrumente der Tech-Branche wie ChatGPT in der Realwirtschaft findet aber häufig mit Verzögerungen statt. Grund hierfür: Zur Implementierung digitaler Geschäftsprozesse bestehende analoge Prozesse müssen in den Unternehmen abgelöst werden. Hier kann es sogar passieren, dass zunächst die Produktivität in einem Unternehmen sinkt (!), bevor sie dann längerfristig ansteigt.
- Die Marktmacht von Gewerkschaften könnte digitalisierungsbedingt durch eine erhöhte Spreizung der Löhne und durch den Abbau von Stellen mit einem hohen Anteil kognitiver Routinetätigkeiten sinken. Dies wird den Lohndruck im Trend senken.

Digitalisierung geht, für sich genommen, mit sinkenden Preisen einher

Zwar generell höhere Preisflexibilität – aber nicht in Deutschland!

Produktivitätssteigerung mit Verzögerung

Preisdruck:



Deglobalisierung: Keine Blöcke; Versorgungssicherheit kostet

Der Überfall Russlands auf die Ukraine hat gezeigt: Global existiert weiterhin eine Systemrivalität, der wir uns auch mit Blick auf unsere ökonomische Ausrichtung stellen müssen. Hinzu kommen Lehren aus der Pandemie, was unsere Versorgungssicherheit angeht.

Der wahre Antagonist des „Westens“ ist China. Russland als weltwirtschaftliches „Leichtgewicht“ wird sich notgedrungen als Juniorpartner an China anlehnen. Die Gretchenfrage ist, ob eine „Blockbildung“ in Chinas Interesse liegt. **Neue „Blöcke“ im traditionellen Sinne wird es u. E. nicht geben.** China strebt global nach Einfluss, kann aber kein „Imperium“ aufbauen. Die stark ungleiche Entwicklung innerhalb des Landes mit unterentwickeltem Binnenland, rudimentärem Sozialsystem, katastrophaler Demographie und voraussichtlich zunehmender Wachstumsschwäche erlaubt keine ausgedehnten militärischen Abenteuer in Übersee. Junge Leute werden in China bald viel zu knapp sein, um sie in großer Zahl, wenig produktiv, zu Soldaten zu machen. Der militärische Ehrgeiz Chinas beschränkt sich auf seine Nachbarschaft. Hier stellt die Taiwan-Frage eine Gefahr dar. Der Streit ums Südchinesische Meer zeigt derzeit: China hat in der Region keine „Freunde“. Für eine pro-chinesische Blockbildung in Asien-Pazifik kämen nur unbedeutende Staaten wie Myanmar in Betracht. Dabei fühlen sich auch diese in der nach „Westen“ offenen ASEAN besser aufgehoben als unter Chinas Vorherrschaft.

Das „chinesische Modell“ entfaltet kaum Strahlkraft. Als ideologisches Zentralgestirn einer Staatenallianz taugt China kaum. Die Volksrepublik bietet kein attraktives gesellschaftliches Alternativmodell, sondern nur kalten wirtschaftlichen Rationalismus zu eigenen Bedingungen. Chinesisches Kapital wird zwar gerne genommen. Aber: Die „Belt and Road Initiative“ (BRI) bringt China inzwischen eher Probleme als Freunde. Da das chinesische Engagement auch als Konjunkturstütze für chinesische Unternehmen konzipiert wurde, verprellt es immer mehr Staaten. Zwar werden so ökonomische Abhängigkeiten geschaffen. **In einer Welt, in der Schwellenländer längst ihre eigenen Chancen erkannt haben, die gerade in relativer Offenheit gründen,** lässt sich aber kein „Block“ gegen den „Westen“ schmieden. Kaum ein Land der BRI wird für einen solchen gute Beziehungen zu westlichen Staaten ausschlagen.

Statt in Blöcke mit klaren Konturen zu zerfallen, wird die Welt auf eine Art „Schwebezustand“ mit wechselnder Drift zusteuern. Selbst demokratische Länder wie Brasilien, Südafrika oder Indien lassen sich kaum vom „Westen“ vereinnahmen. Je nach Interessenlage dürfte das Pendel in den meisten Staaten mal zur einen, mal zur anderen Seite auslenken, aber kaum bis zum Anschlag. **Von „Blöcken“ sind wir weit entfernt.**

Von Bedeutung wird sein, wie weit die Vereinigten Staaten und China die wirtschaftlich-technologische Konfrontation treiben werden und wo sich Europa hier verortet. Auch eine Vereinnahmung der EU durch die USA wäre ein Problem. Diese verfolgen eigene Interessen. **Europa muss unabhängiger werden, sowohl von China als auch von den Vereinigten Staaten:** eigene Fähigkeiten stärken und alternative Handelsabkommen schließen (ASEAN, Australien, Indien, Mercosur, Afrika, ...).

Neue Welt-
ordnung:
System
rivalitäten – ja!

Blockbil-
dung 2.0 – nein!

China unfähig,
einen Block
zu schmieden

Welt unterwegs
in Richtung
„Schwebe-
zustand“

Um Abhängigkeiten zu verringern, aber gleichzeitig Engpässen bei Arbeitskräften, Technologie, Rohstoffen etc. vorzubeugen, werden neue Wege beschritten werden (müssen). **Re-Shoring wäre ein sehr teurer Weg**, der die Vorteile der Globalisierung quasi umdreht. Zwecks Versorgungssicherheit in Kernbereichen wird vielleicht auch dieser Weg beschritten werden, aber wohl nur da, wo sich mit Hilfe neuer Technologien wie 3D-Druck oder KI zu erwartende massive Kostensteigerungen einigermaßen abfedern lassen. Ein sich verschärfender Arbeitskräftemangel und hohe Energiepreise begrenzen die Möglichkeiten des Re-Shorings ohnehin. Für uns in Deutschland wird Europa mit jedem Tag noch zentraler. Umso wichtiger, dieses Europa zu stärken. Dem **Near-Shoring wird deutlich größere Bedeutung zukommen**. Auch dies ist mit steigenden Kosten verbunden, denn Mittel- und Osteuropa sind keine Billiglohnregionen mehr, und auch der dortige Arbeitsmarkt ist sehr eng geworden.

Eine **Verringerung von Abhängigkeiten kann nicht unter Ausschluss der übrigen Welt erfolgen**. Die Pandemie und der Konflikt mit Russland haben gezeigt, dass auch eine zu starke Fokussierung auf Europa als Zulieferregion zu Problemen führt. Trump wiederum hat gezeigt, wie wichtig eine Position der Stärke auch gegenüber dem wichtigsten Verbündeten ist. Da wir in Europa nur wenige Rohstoffe haben und nicht alles selbst herstellen können, ist eine **globale Diversifizierung unvermeidlich**. „De-Risking“ funktioniert nicht, wenn wir uns auf dem Kontinent einigeln.

Die **Handelsbeziehungen zu Staaten außerhalb Europas müssen breit aufgestellt und gut diversifiziert werden**. Rohstoffsicherheit kann es nur mit guten Beziehungen zu einschlägigen Staaten in Lateinamerika und Afrika sowie zu Australien geben. Bei der Technologie muss Europa innovativer werden, um mit Engpässen umzugehen. Die Tech-Branche ist bei alledem so komplex, spezialisiert und internationalisiert, dass gute Beziehungen z. B. zu Südkorea, Japan und den USA unverzichtbar bleiben. Nur aus einer Position der Stärke heraus kann man gegenüber diesen aber auch in (Handels-) Konfliktsituationen bestehen. Die Dominanz Taiwans bei der Halbleiterproduktion begründet derweil eine Abhängigkeit, deren Reduzierung Ziel aller großen „westlichen“ Industrieländer ist.

Was bedeutet all dies für die Inflation?

- **Versorgungssicherheit ist nicht zum Nulltarif zu haben**. Diversifizierung bringt Kosten mit sich, weil man sich auf teurere Anbieter einlassen bzw. neue Produktionsanlagen in anderen Ländern errichten muss. Rohstoffe und Zulieferungen werden zunächst teurer. Je höher der „Re-“ bzw. „Near-Shoring-Anteil“ wird, desto höher die Preisauflschläge.
- **Auch einige preisdämpfende Effekte** sind zu erwarten. So könnte eine Öffnung des EU-Marktes für landwirtschaftliche Produkte aus umgarnten Rohstoffländern preisdämpfende Effekte auf das Nahrungsmittelpreisniveau hierzulande haben.
- Die Erbringung zahlreicher **unternehmensbezogener Dienstleistungen** wird derweil **zunehmend ortonabhängig**. Leistungen lassen sich, kostensenkend, global diversifizieren.
- Die **Verlagerung von Produktionsanlagen**, z. B. nach Indien und ASEAN, könnte teuer gewordene chinesische Arbeit ersetzen.

Die Globalisierung endet nicht, sondern verändert sich. „De-Risking“ bedeutet dabei zunächst höheren Preisdruck.

Europa
braucht mehr
Unabhängigkeit!

De-Globalisierung mit multi-
plen Effekten
auf die Inflation

Preis-
druck:

kurz-
fristig



lang-
fristig



Defizite in den öffentlichen Budgets: Inflationsrisiko gering

Seit der zurückliegenden Jahrtausendwende hat sich die Situation der öffentlichen Finanzen international dramatisch verschlechtert. Der Schuldenstand der Industrienationen, bezogen auf die Wirtschaftsleistung, hat sich von gut 70% im Jahr 2000 auf 100% nach der Finanzkrise erhöht. Im Nachgang der Pandemie liegt er gar über 110%. Der IWF erwartet für die kommenden fünf Jahre durchschnittliche Budgetdefizite von 4% der Wirtschaftsleistung und einen daraus abgeleiteten Anstieg der Schuldenquote in Richtung 120%.

Die öffentlichen Finanzen stehen vor großen Herausforderungen. Die eingetretene Trendwende aufwärts bei Zinsen und Renditen treibt die Kosten des Schuldendienstes nach oben. Alternde Gesellschaften erzwingen wachsende öffentliche Ausgaben für Rente, Gesundheit und Pflege. Seit die geopolitische Gemengelage aus den Fugen geraten ist, steigen die Verteidigungsausgaben. Hierbei sind notwendige Investitionen in Infrastruktur, Energiewende, Digitalisierung oder Bildung noch gar nicht berücksichtigt. In einem Wort: Die Wahrscheinlichkeit ist erheblich, dass uns hohe Haushaltsdefizite auf absehbare Zeit erhalten bleiben. Aufgrund der im Grundgesetz verankerten Schuldenbremse ist dieses Risiko für Deutschland geringer einzustufen als für viele andere europäische Länder.

Was bedeutet all dies für die Inflation?

Ein staatliches Budgetdefizit, basierend auf erhöhten Staatsausgaben, treibt naturgemäß die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Isoliert betrachtet ließe sich deshalb von steigendem Preisdruck und höherer Inflation ausgehen. Tatsächlich ist die Beziehung zwischen Neuverschuldung und Inflation komplexer.

- Ein höherer Finanzierungsbedarf durch die öffentlichen Haushalte führt für sich genommen zu einem höheren Zinsniveau, denn die Kreditnachfrage steigt bei einem unveränderten Angebot an Ersparnissen. Die höheren Zinsen werden ihrerseits die private Nachfrage dämpfen: das sogenannte „crowding out“. Netto kommt es also zu geringeren Nachfrageeffekten als bei einer isolierten Betrachtung des staatlichen Defizits. Die Inflationswirkungen sind entsprechend ebenfalls gedämpft.
- Auch kommt es darauf an, wofür der Staat seine Kreditaufnahme nutzt. Werden die Defizite durch konsumtive Ausgaben getrieben (Gehälter, Renten, Sozialausgaben und dergleichen), wird sich ein vergleichsweise starker Inflationsdruck entwickeln können. Wird die Kreditaufnahme hingegen investiv verwandt (Infrastruktur, Digitalisierung, Bildung usw.), wird sich mittelfristig die Produktivität erhöhen und es wären sogar deflationäre Tendenzen vorstellbar.

Die vorwiegende investive Verwendung mag zwar vielen wie Wunschenken vorkommen. Deshalb ist das Risiko staatsausgabengetriebener Inflation nicht von der Hand zu weisen. Aber da gibt es ja noch einen Akteur, nämlich die Notenbank. Diese kann durch entsprechende Straffung der Geldpolitik eine nachfrageseitig durch den Staat erzeugte Inflation bekämpfen.

Öffentliche Finanzen: Situation international verschlechtert

Wahrscheinlichkeit anhaltender Budgetdefizite groß

Zusammenhang zur Inflation komplex

Zentral: Notenbank

Allerdings wird häufig die Sorge vorgetragen, dass den Zentralbanken bei ausufernder Staatsverschuldung die Hände gebunden seien. Denn höhere Zinsen könnten die Zahlungsfähigkeit der Regierung gefährden. Dies ist das Argument, das Volkswirte unter dem Begriff „fiscal dominance“ diskutieren. Demnach sind die öffentlichen Finanzen so desolat, dass die Geldpolitik die Inflation nicht bekämpfen kann, ohne eine Finanzkrise zu provozieren. In einem solchen Umfeld werden die Inflationserwartungen steigen. Die Bürgerinnen und Bürger werden vermuten, dass die „Lösung“ der finanzpolitischen Nachhaltigkeit nur in höherer Inflation zu finden sei. Die Folge ist eine Verringerung des Realwerts aufgelaufener Staatsschulden.

Ist „fiscal dominance“ ein theoretisches Konstrukt der volkswirtschaftlichen Zunft oder etwas, das uns besorgen müsste? Was sagt uns die Erfahrung? Die empirische Evidenz ist nuanciert. In Episoden, in denen die Verschuldung der Regierung rasch zunimmt, steigen die Inflationserwartungen üblicherweise an, speziell in Schwellen- und Entwicklungsländern. Dies gilt umso mehr, wenn eine betreffende Notenbank kein explizites Inflationsziel verfolgt. In solchen Ländern liegt häufig ein geringes Maß an Unabhängigkeit der Geldpolitik vor. Dort ist die beschriebene Skepsis begründet.

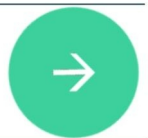
Für entwickelte Volkswirtschaften hingegen lässt sich statistisch kein Nexus zwischen Verschuldung und Inflation erkennen. Dies ist sicherlich zu einem erheblichen Teil darauf zurückzuführen, dass die Glaubwürdigkeit einer Notenbank dort fester verankert ist. Das liegt einerseits an der institutionellen Ausgestaltung. Diese verhindert in der Regel stark, dass sich die allgemeinpolitischen Akteure in geldpolitische Maßnahmen einmischen. Damit zusammenhängend zählt auch ein besserer „track record“: Lange Phasen moderater und stabiler Inflation schaffen Glaubwürdigkeit und helfen, Inflationserwartungen nahe am Ziel zu vertäuen.

Derzeit scheint das inflationäre Potential wackeliger Staatsfinanzen in der Eurozone deshalb überschaubar. Dies deckt sich mit Indizes für die Inflationserwartungen, seien es Umfragen oder Kapitalmarktindikatoren. Diese geldpolitische Glaubwürdigkeit sorgt dafür, dass die langfristigen Zinsen für Staatsanleihen nicht in den Himmel wachsen. Täten sie dies, wäre das Risiko von „fiscal dominance“ akut. Deshalb ist es so entscheidend, dass die Notenbanken ihre Autonomie weiterhin nutzen, um die Inflation wieder auf die Zielmarke zu drücken. Mag dies auch eine Rezession mit sich bringen und somit temporär noch höhere Defizite. Glaubwürdigkeit ist schnell verloren, aber langwierig wiederzuerlangen.

Notenbank:
Glaub-
würdigkeit ...

... und
institutionelle
Ausgestaltung

Preis-
druck:



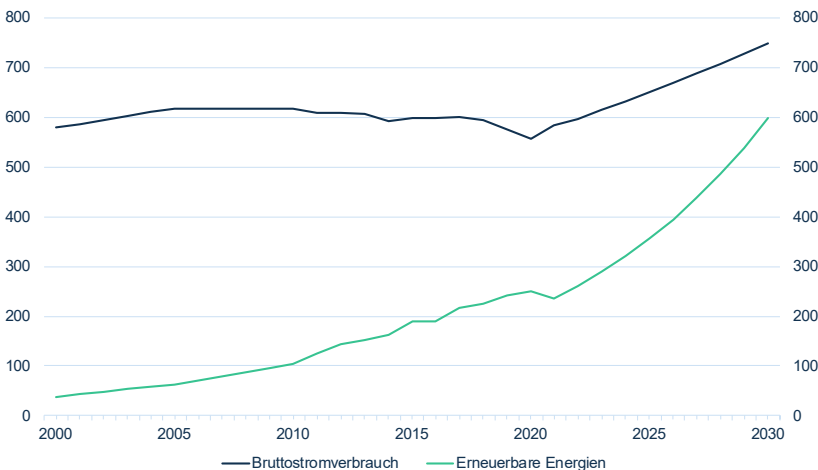
Dekarbonisierung: Inflationswirkung mit markantem Zeitprofil

Aktuell decken überwiegend Mineralölprodukte, Gase und Kohle unseren Energiebedarf in Form von Strom, Wärme und Kraftstoffen. Dekarbonisierung bedeutet, das Energiesystem umzustellen: weg von fossilen Brennstoffen, hin zu erneuerbaren, bestenfalls CO₂-freien, Energieträgern. Auch muss Energie deutlich wirksamer eingesetzt werden. Der Weg der Dekarbonisierung führt im Wesentlichen über die Elektrifizierung. Für die Wärme aus der Wärmepumpe wird Elektrizität benötigt, ebenso für den elektrisch betriebenen Pkw. Industrieanlagen werden, wo dies möglich ist, ebenfalls auf Strom umgestellt. Wo die Elektrifizierung unwirtschaftlich ist, so im Schiffs- und Luftverkehr oder bei Hochtemperaturöfen sowie in der Chemie, bleibt nur der Rückgriff auf Wasserstoff und dessen Derivate. Doch: Auch diese lassen sich nur mittels hohem Einsatz von Elektrizität herstellen. Kurzum: **Wir benötigen mehr Strom!** Konkret erwartet die Bundesregierung, dass sich der Strombedarf von derzeit ca. 500 TWh auf 750 TWh per 2030 erhöht. Zahlreiche Studien von Boston Consulting Group, McKinsey & Co. gehen für 2035 von 850-1.000 TWh aus. Dieses Mehr an Strom muss, um CO₂-frei zu sein, aus erneuerbaren Energien (EE) erzeugt werden.

2022 betrug der Anteil der EE am Bruttostromverbrauch in Deutschland 46,2%. Die Bundesregierung plant für 2030 mit einem Anstieg auf 80%. Um dieses Ziel zu erreichen, muss nach unseren Berechnungen die Stromerzeugung aus EE um 10,9% p.a. steigen: in Verbindung mit einem wachsenden Bedarf an Strom ein ambitioniertes Ziel.

**Strom:
10,9% Zuwachs
der Erneuerbaren –
pro Jahr!**

Erneuerbare Energien: Bedeutung für die Einhaltung des 80%-Ziels bis 2030



Quelle: Agora Energiewende, BDEW, Umweltbundesamt, LBBW Research

Mit dem Hochlaufen der EE-Kapazitäten ist es nicht getan. Wind- und Sonnenenergie stehen nicht kontinuierlich zur Verfügung. Bei Spitzenlasten können diese nicht hochgefahren werden, bei einer niedrigen Auslastung nur teilweise herunter. Im Gegensatz zu konventionellen Kraftwerken ist die Leistung kaum zu regulieren. Dies wirft die **Frage der Versorgungssicherheit** auf. Um diese zu gewährleisten, kommen regelbare Gas-Kraftwerke zum Einsatz. Diese fangen die sogenannte „Residuallast“ ab, derzeit vorwiegend erdgasbasiert. Zukünftig soll der Anteil von

Wasserstoff als Energiequelle steigen. Die Herausforderung lautet, dass zugehörige Kraftwerke punktuell den kompletten Strombedarf decken müssen. **Derzeit reicht die installierte Leistung an Kraftwerken hierfür nicht aus. Sie muss bis 2030 in etwa verdoppelt werden.** Darüber hinaus werden manche der Kraftwerke nur wenige Stunden im Jahr im Einsatz sein; entsprechend werden sich die Fixkosten dieser Anlage auf verhältnismäßig wenige kWh verteilen.

Was bedeutet all dies für die Inflation?

- Mehr als 130 Länder wollen laut OECD bis 2050 klimaneutral sein. Die Dekarbonisierung erfordert weltweit einen zügigen Ausbau der EE. Die Nachfrage nach PV- und Wind-Anlagen, Wärmepumpen, Elektrolyseuren u. ä. wird in den kommenden Jahren stark steigen. Die Nachfrage wird die Preise relevanter Rohstoffe treiben. **Die Gefahr besteht, dass grüne Technologien trotz erhöhter Produktionsmengen zukünftig teurer werden.**
- Die Stromgestehungskosten für EE liegen zwar heute unter denen von Gas oder Kohle. Die volatile Verfügbarkeit von Strom aus EE bedarf jedoch eines Aufbaus von Speicherkapazitäten und des Betriebs von Gas-Kraftwerken unter geringer Auslastung. Auch bedarf es neuer Stromnetze und für Wasserstoff geeigneter Gas-Netze. **Diese Infrastruktur- und Systemkosten werden anfänglich zu hohen Investitionskosten führen.**
- All dies ist in Verbindung zu sehen mit **einem hohen Bedarf an Fachkräften** (s. o.). Deren Entlohnung wird zukünftig steigen, was für weiteren Auftrieb bei den Stromkosten spricht.

Die preistreibenden Wirkungen der Energiewende sind nicht von der Hand zu weisen. Doch sind dies überwiegend zeitlich begrenzte Effekte. Nach vollständigem Aufbau der neuen Infrastruktur inkl. Anlagen bedarf es im Anschluss voraussichtlich nur noch eines moderaten weiteren Zubaus von Anlagen sowie deren Instandhaltung. Darüber hinaus erwarten wir, dass **eine zunehmende Digitalisierung** der Energiewende in die Karten spielt. Sogenannte „Smart Grids“ werden u. E. dafür sorgen, dass Strom bei Überkapazitäten günstig abgegeben wird. Bspw. lassen sich E-Autos genau in solchen Phasen laden, oder Elektrolyseure stellen exakt in diesen Zeiten Wasserstoff her. Batterien und Speicher müssen zukünftig durchgängig bidirektional zur Verfügung stehen. So muss die Batterie eines E-Autos, bis zu einer vordefinierten Lademenge, Kapazität zur Verfügung stellen können, wenn dem Netz nur wenig Strom zur Verfügung steht: eine Autobatterie als Überbrückung. **Je digitaler und damit vernetzter unser Stromnetz wird, umso effektiver können Unter- und Überkapazitäten genutzt werden.** Damit wird die Infrastruktur entlastet, und es fallen weniger Kosten für den Betrieb von Gaskraftwerken an. Die begründete Hoffnung lautet: Auf die lange Frist wird der Umbau der Wirtschaft in Richtung „grün“ preisdämpfend wirken, mag er auch kurzfristig preistreibend wirken.

Gas wird noch viele Jahre die Versorgungssicherheit gewährleisten

Rohstoffe, Infrastruktur und Fachkräfte treiben den Strompreis

Preisauftrieb überwiegend zeitlich begrenzt

Preisdruck:

kurzfristig



langfristig



Deutschland in „5D“: Strukturwandel kostet Geld

Im Nachgang zur Corona-Pandemie und im Zuge eines grausamen Angriffskrieges Russland gegen die Ukraine sieht sich Deutschland aktuell einem beschleunigten Strukturwandel gegenüber. Die in diesem Wandel wirkenden Faktoren sind grundsätzlich vergleichbar mit denen, die benachbarte Länder erleben. Was einen Unterschied macht: Die Ausgangsvoraussetzungen Deutschlands. Vor dem Hintergrund einer starken industriellen Basis schlägt hierzulande der Fachkräftemangel immens durch. Auch erscheint die demographische Hürde ungleich höher als in vergleichbaren Staaten. Die Herausforderungen der Digitalisierung sind größer, weil Deutschland auf diesem Felde in der Vergangenheit die Hausaufgaben vielfach schlicht liegengelassen hat. Ein Vorteil für die Wirtschaftsakteure zwischen Flensburg und Oberstdorf: Die öffentlichen Haushalte zeigen sich aktuell vergleichsweise solide.

Der begonnene Strukturwandel wird viel Geld kosten. Zeigen wird sich dies nicht zuletzt in einer nachhaltig höheren Inflation, gemessen bspw. an den Verhältnissen der Vor-Corona-Zeit. Der Inflationsschub der Jahre 2020 bis 2023 verliert zwar zusehends seinen Schrecken. Aber: Der nunmehr wirkende disinflationäre Prozess wird nicht in rundheraus deflationäre Tendenzen münden. Vielmehr wird zukünftig, speziell in Deutschland, ein Preisdruck aufwärts auf Dauer zu spüren sein.

Anhaltend preistreibende Effekte werden vom Arbeitsmarkt ausgehen. Der Fachkräftemangel bleibt uns über mind. ein Jahrzehnt erhalten. Temporäre Preistreiber machen wir beim Umbau der Wirtschaft in Richtung „Grün“ und bei der Außenwirtschaft aus. Auf eine längere Sicht werden sich diese Effekte umkehren. Die Digitalisierung wiederum hält aller Voraussicht nach preisdämpfende Effekt parat. Der technische Fortschritt setzt dieser Tage speziell im IT-Sektor an. Diese Früchte gilt es zu ernten!

„D in 5D“: Absehbare Preiseffekte ausgewählter Entwicklungen

	kurzfristig	langfristig
Demographischer Wandel	↗	↗
Deglobalisierung	↗	↘
Dekarbonisierung	↗	↘
Digitalisierung	↘	↘
Defizitäre öffentliche Haushalte		

Quelle: LBBW Research, eigene Erstellung

Corona und
Ukraine-Krieg:
Der Struktur-
wandel wird
offensichtlich

Der Struktur-
wandel wird
viel Geld kosten

Hoffnungen
ruhen auf der
Digitalisierung

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

