



Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

4. Oktober 2018

Autoren

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

Barbara Böttcher
+49 69 910-31787
barbara.boettcher@db.com

Dieter Bräuninger
+49 69 910-31708
dieter.braeuninger@db.com

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

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

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

Editor

Stefan Schneider

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

www.dbresearch.de

DB Research Management

Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis

Seite

Prognosen.....	2
Schwache Währungen in Schwellenländern dämpfen deutsche Exporte.....	3
Haushalt 2019 und Finanzplan 2022	8
Anstehende Landtagswahlen: Bundeskanzlerin Merkel und ihre Regierung in schwerer See	17
Geldpolitik im Euroraum: Ausstieg – welcher Ausstieg?	20
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland	22
Eventkalender	23
Datenkalender	24
Finanzmarktprognosen.....	25
Datenmonitor.....	26

Schwache Währungen in Schwellenländern dämpfen deutsche Exporte. Der Euro hat in den letzten Monaten gegenüber den Währungen vieler Schwellenländer aufgewertet. Dies wird die deutschen Exporte in diese Staaten 2018 und 2019 schmälern. Laut unserem Schätzmodell dürften die deutschen Exporte in diese Ländergruppe 2018 und 2019 um nominal 3,5% bis 4% wachsen. Dies wäre eine spürbar geringere Dynamik als 2017, als die Ausfuhren noch um gut 7% zunahmen. Der Anteil der Ländergruppe an den gesamten Exporten einer Branche ist bei den traditionellen Investitionsgüterherstellern am größten.

Haushalt 2019 und Finanzplan bis 2022. Der gesamtstaatliche Finanzierungsüberschuss dürfte sich in diesem Jahr auf 1,4% des BIP erhöhen und 2019 auf rund 1,1% des BIP zurückgehen. Damit dürfte die Schuldenquote schon in diesem Jahr unter die Grenze von 60% des BIP fallen. Dennoch erwarten wir eine prozyklische Lockerung der Fiskalpolitik. Das strukturelle Defizit auf Bundesebene dürfte sich auf EUR 15,6 Mrd. im Jahr 2019 von EUR Mrd. 5,5 Mrd. 2018 erhöhen. Außerdem werden die Sozialtransfers weiter ausgeweitet. Der geplante Rückgriff auf die Asylrücklage versetzt die Bundesregierung in die Lage, die Vorgaben der Schuldenbremse einzuhalten und auf neue Schulden zu verzichten („Schwarze Null“).

Anstehende Landtagswahlen: Bundeskanzlerin Merkel und ihre Regierung in schwerer See. Zu erwartende ungünstige Wahlergebnisse könnten bei der SPD weitere innerparteiliche Auseinandersetzungen befeuern und deren Kompromissbereitschaft beeinträchtigen. Der wahrscheinliche Verlust der CSU-Mehrheit in Bayern könnte Anlass für eine Umbildung des Bundeskabinetts sein. Die Koalitionsbildung dürfte einige Zeit dauern – mit entsprechender Bremswirkung auch auf Entscheidungsprozesse in Berlin. Sollte die CSU eine Koalition mit den Grünen oder der SPD eingehen (müssen), wäre es für die Partei indes in Zukunft schwierig, auf Bundesebene bei asylpolitischen Fragen oder der Europapolitik als Vetospieler zu agieren. Ein schwaches Resultat der CDU in Hessen zusätzlich zu erheblichen CSU-Verlusten würde Macht und Ansehen der Bundeskanzlerin weiter beschädigen.

Geldpolitik im Euroraum: Ausstieg – welcher Ausstieg? Bei ihrem derzeitigen geldpolitischen Kurs hat die EZB die aktuell bestehenden Abwärtsrisiken im Blick. Sollten diese nicht eintreten, dürfte die nächste Phase des Ausstiegs – die erste Leitzinserhöhung – vor Jahresende 2019 anstehen.



Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2017	2018P	2019P	2017	2018P	2019P	2017	2018P	2019P	2017	2018P	2019P
Euroland	2,5	2,0	1,7	1,5	1,8	2,0	3,5	3,1	2,5	-0,9	-0,8	-0,7
Deutschland	2,2	1,9	1,7	1,8	1,6	1,8	7,9	7,3	6,4	1,0	1,4	1,1
Frankreich	2,3	1,6	1,5	1,2	2,2	1,7	-0,6	-0,4	-0,4	-2,7	-2,5	-3,0
Italien	1,6	1,1	0,9	1,3	1,5	2,0	2,9	2,5	2,3	-2,3	-2,1	-1,8
Spanien	3,0	2,6	2,4	2,0	1,8	1,8	1,8	1,4	1,2	-3,1	-2,5	-1,6
Niederlande	2,9	2,7	2,2	1,3	1,6	2,1	10,5	10,3	9,9	1,1	0,8	0,6
Belgien	1,7	1,6	1,8	2,2	2,3	2,3	0,7	0,0	0,0	-1,0	-1,2	-1,2
Österreich	3,1	3,0	2,2	2,2	2,0	1,8	2,0	2,3	2,4	-0,7	-0,3	0,0
Finnland	2,8	2,7	2,1	0,8	1,3	1,5	-0,7	0,5	0,5	-0,6	-0,4	-0,2
Griechenland	1,3	2,1	2,1	1,1	0,7	1,3	-1,0	-0,5	-0,3	0,8	0,9	0,5
Portugal	2,8	2,2	1,7	1,6	1,5	1,9	0,7	0,2	0,2	-3,0	-1,0	-0,8
Irland	7,2	6,6	3,8	0,3	0,8	1,4	8,5	7,5	6,5	-0,3	0,2	-0,2
Großbritannien	1,7	1,3	1,6	2,7	2,4	2,0	-3,7	-3,7	-3,4	-1,8	-1,7	-1,4
Dänemark	2,3	1,8	1,8	1,1	1,0	1,3	7,5	7,4	7,3	0,9	-0,4	-0,4
Norwegen	2,4	2,1	2,0	1,9	2,0	2,0	5,6	6,0	6,0	5,1	4,5	4,6
Schweden	2,4	2,6	2,4	1,8	1,7	1,8	3,3	3,8	3,9	1,4	1,0	0,9
Schweiz	1,7	3,0	1,7	0,5	1,0	0,9	9,5	9,9	10,1	0,6	0,5	0,4
Tschech. Rep.	4,5	3,4	3,1	2,5	2,1	2,3	1,0	0,6	0,6	1,6	0,5	0,3
Ungarn	4,0	4,1	3,3	2,3	2,8	3,2	3,1	1,9	1,5	-2,0	-2,2	-2,1
Polen	4,6	4,4	3,6	1,9	1,8	2,5	0,2	-0,8	-1,0	-1,6	-1,9	-2,2
USA	2,2	2,9	2,8	2,1	2,6	2,4	-2,3	-2,7	-3,5	-3,4	-3,9	-4,5
Japan	1,7	0,9	0,6	0,5	0,8	0,3	4,0	3,8	4,1	-2,8	-2,6	-2,3
China	6,9	6,6	6,3	1,6	2,0	2,4	1,3	0,6	0,3	-3,7	-3,5	-3,5
Welt	3,8	3,8	3,7	2,9	3,3	3,5						

*Inflationsdaten für EU-Länder basieren auf harmonisierten Verbraucherpreisindizes außer bei Deutschland. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen.

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

Prognosen Deutschland: BIP-Wachstum nach Komponenten, % gg.Vq., Jahresdaten % gg.Vj.

	2016				2017				2018P				2019P			
	Q1	Q2	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	2,2	2,2	1,9	1,7	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Privater Konsum	2,1	1,8	1,6	1,4	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
Staatsausgaben	4,0	1,6	1,2	1,4	-0,3	0,6	0,8	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	3,5	2,9	3,1	2,9	1,4	0,5	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Ausrüstungen	2,3	3,7	4,5	2,6	2,3	0,3	0,5	0,5	1,0	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Bau	3,8	2,9	3,5	4,1	1,6	0,6	1,2	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Lager, %-Punkte	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exporte	2,3	4,6	3,1	4,2	-0,3	0,7	1,0	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Importe	4,1	4,8	3,8	4,9	-0,2	1,7	1,2	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Nettoexport, %-Punkte	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Konsumentenpreise*	0,5	1,8	1,6	1,8												
Arbeitslosenquote, %	6,1	5,7	5,2	4,9												
Industrieproduktion**	1,4	3,0	1,8	1,5												
Budgetsaldo, % BIP	0,9	1,0	1,4	1,1												
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	67,9	63,9	59,9	56,3												
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	8,5	7,9	7,3	6,4												
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	268,8	257,7	250	225												

*Inflationsdaten für Deutschland basieren auf nationaler Abgrenzung. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen. ** Verarbeitendes Gewerbe (NACE C)

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research

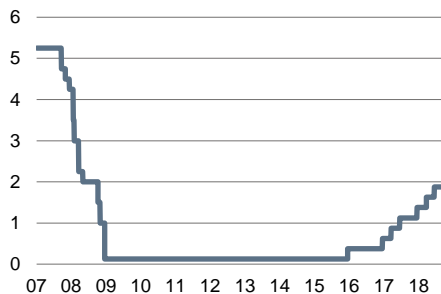


Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

US-Leitzinsen steigen an

1

Federal Funds Rate, %

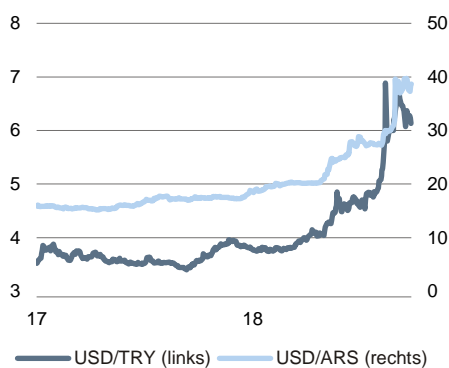


Quelle: Fed

US-Dollar legt gegenüber türk. Lira und argent. Peso stark zu

2

Wechselkurs von US-Dollar zu türkischer Lira und argentinischem Peso



Quelle: IHS Markit

Euro gegenüber Währungen der Schwellenländer deutlich aufgewertet

3

Nominaler handelsgewichteter EUR-Wechselkurs, Jan. 2005=100



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Schwache Währungen in Schwellenländern dämpfen deutsche Exporte

- Der Euro hat in den letzten Monaten gegenüber den Währungen vieler Schwellenländer aufgewertet. Dies wird die deutschen Exporte in diese Staaten 2018 und 2019 schmälern.
- Auf die zehn größten deutschen Exportmärkte unter den Schwellenländern entfielen 2017 etwa 16% der gesamten Ausfuhren. Laut unserem Schätzmodell dürften die deutschen Exporte in dieser Ländergruppe 2018 und 2019 um nominal 3,5% bis 4% wachsen. Dies wäre eine spürbar geringere Dynamik als 2017, als die Ausfuhren noch um gut 7% zunahmen.
- Der Anteil der Ländergruppe an den gesamten Exporten einer Branche ist bei den traditionellen Investitionsgüterherstellern am größten. An der Spitze liegt der Maschinenbau. Hier entfielen auf die zehn untersuchten Schwellenländer 2017 gut 22% aller Ausfuhren. Auch die Elektrotechnik (19,4%) und die Automobilindustrie (18,3%) verzeichnen überdurchschnittliche Exportanteile. Branchenspezifische Besonderheiten dämpfen den Wechselkurseffekt.

US-Zinswende & Co. setzen Währungen in Schwellenländern unter Druck

Die Währungen vieler Schwellenländer sind in den letzten Monaten unter Druck geraten. Dafür gibt es mehrere Gründe: Zu nennen sind die zuletzt vierteljährlichen Zinsanhebungen der US-Zentralbank. Zudem implizieren die sehr guten Wirtschaftsdaten dort weitere Zinsschritte. Für das Jahr 2018 erwarten wir noch einen weiteren Zinsschritt (also im Gesamtjahr dann vier Erhöhungen) sowie zusätzliche vier Zinsschritte im Jahr 2019. Hinzu kommen handelspolitische Konflikte zwischen den USA und Ländern wie China, der Türkei oder Russland. Die US-Importzölle schmälern das Wirtschaftswachstum in den betroffenen Staaten. Diese Faktoren bewegen Investoren dazu, Finanzmittel aus den Emerging Markets abzuziehen und stattdessen vermehrt in den USA anzulegen. Bedeutender ist der sehr negative Einfluss der neuen US-Handelspolitik auf die globalen Stimmungsindikatoren. Des Weiteren ist der globale Konjunkturzyklus weit vorangeschritten, weshalb Anleger nach „sicheren Häfen“ wie dem US-Dollar auch in einem Konjunkturabschwung suchen dürften. Denn Schwellenländern drohen in beiden Szenarien, einem anhaltenden US-Aufschwung genauso wie einer Rezession, kräftige Turbulenzen und ungünstigere Einschätzungen der Rating-Agenturen.

Das Problem der Kapitalabflüsse aus den Schwellenländern kann durch hausgemachte wirtschaftliche oder politische Probleme vor Ort verschärft werden. Unsicherheiten aufgrund von anstehenden Wahlen, investitionsfeindliche Rahmenbedingungen oder die politische Einflussnahme auf die Entscheidungen der Zentralbank lassen Investoren vorsichtig agieren. Zudem sind Unternehmen in den Emerging Markets häufig zu einem großen Teil in Fremdwährungen wie dem US-Dollar verschuldet. Bei einer Aufwertung des US-Dollar kann dies die Kapitalabflüsse zusätzlich beschleunigen, weil dies die Schuldentragfähigkeit der betreffenden Unternehmen verschlechtert. Ganz grundsätzlich sind Ansteckungseffekte von einem zum anderen Schwellenland nicht unüblich, obwohl sie sich in Sachen Wirtschaftswachstum, Wettbewerbsfähigkeit, Geldpolitik, Inflation oder politische Stabilität stark unterscheiden.

Die Abwertungen der Schwellenländerwährungen fallen insgesamt beachtlich aus. Ein Korb aus verschiedenen Schwellenländerwährungen (Emerging Markets Currency Index) hat seit Anfang 2018 gegenüber dem US-Dollar um mehr als 10% abgewertet. Einzelne Währungen wie die türkische Lira oder der argentinische Peso haben sogar um rd. 70% nachgegeben.



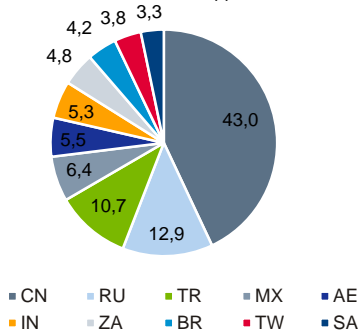
Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Schwellenländer für deutsche Exportwirtschaft wichtig

China wichtigster deutscher Exportmarkt in der EM-Gruppe

4

Anteil der Länder an gesamten deutschen Warenausfuhren in die EM-Gruppe, 2017, %



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die Abwertungen der Schwellenländerwährungen blieben nicht auf den US-Dollar beschränkt. Auch gegenüber dem Euro haben sie im Durchschnitt eingebüßt. Dies hat natürlich auch einen Einfluss auf die deutsche Exportwirtschaft. Dabei hat nicht die Währung jedes Emerging Markets gegenüber dem Euro abgewertet. Und nicht jedes Schwellenland, dessen Währung an Wert verloren hat, ist für die deutsche Exportwirtschaft wirklich bedeutsam. In der Summe ist der Effekt jedoch spürbar.

Um diesen Effekt zu quantifizieren, haben wir die zehn größten deutschen Exportmärkte unter den Schwellenländern außerhalb Europas (aber inklusive Russlands) herangezogen. Diese Top 10 sind (in der Reihenfolge der deutschen Warenausfuhren des Jahres 2017) China, Russland, die Türkei, Mexiko, die Vereinigten Arabischen Emirate, Indien, Südafrika, Brasilien, Taiwan und Saudi-Arabien. Damit bleiben Länder wie Argentinien trotz des starken Währungsverfalls außen vor, weil sie für die deutsche Exportwirtschaft wenig relevant sind. Dagegen berücksichtigen wir Saudi-Arabien, obwohl das Land seine Währung seit vielen Jahren an den US-Dollar gebunden hat.

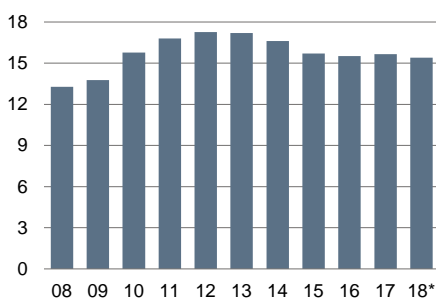
Auf die genannte Ländergruppe entfielen 2017 knapp 16% aller deutschen Warenausfuhren. In den letzten zehn Jahren lag dieser Anteil zwischen gut 13 (2008) und gut 17% (2012). China war 2017 mit einem Anteil von 43% an dieser Emerging Markets-Gruppe (EM-Gruppe) der wichtigste einzelne Exportmarkt, gefolgt von Russland (knapp 13%) und der Türkei (10,7%). Von 2008 bis 2017 nahmen die deutschen Warenausfuhren in die EM-Gruppe nominal um gut 53% zu. Dies war ein deutlich höherer Zuwachs als bei den gesamten deutschen Ausfuhren im gleichen Zeitraum (etwa +30%). Das gewichtete reale BIP-Wachstum dieser Länder lag zwischen 2010 und 2017 bei durchschnittlich +5,6% pro Jahr (basierend auf Kaufkraftparitäten) und übertraf damit das globale Wirtschaftswachstum deutlich (+3,5% p.a.).

Abwertung der Währungen wichtiger deutscher Handelspartner

Exportanteil der EM-Gruppe zuletzt relativ konstant

5

Anteil der EM-Gruppe an gesamten deutschen Warenausfuhren, %



* Januar bis Juli

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Aus den Währungen dieser Länder haben wir einen handelsgewichteten Wechselkurs gegenüber dem Euro errechnet. Der Euro hat gegenüber diesem Währungskorb seit Anfang 2018 um 25% aufgewertet. Gegenüber Anfang 2017 waren es sogar fast 37%.

Wechselkursschwankungen hatten in den letzten Jahren einen spürbaren Einfluss auf die deutschen Exporte in die EM-Gruppe. Beispielsweise stiegen die deutschen Ausfuhren dorthin zwischen 2008 und 2012 um nominal gut 44%, während die gesamten deutschen Exporte in dieser Zeit nur um 11% zulegten. Begünstigt wurde der starke Zuwachs dadurch, dass der Euro gegenüber dem Währungskorb der EM-Gruppe um rd. 3% an Wert verlor (basierend auf den Jahresdurchschnitten). Umgekehrt sieht die Situation im Zeitraum 2012 bis 2017 aus, als das Plus bei den Warenausfuhren in die EM-Gruppe mit nominal gut 6% deutlich hinter der Dynamik des gesamten Exportzuwachses (+17%) zurückblieb. In diesem Zeitraum wertete der Euro gegenüber dem Währungskorb um etwa 32% auf, während der gesamte deutsche handelsgewichtete Wechselkurs nur um knapp 4% aufwertete.

Natürlich spielen bei der Entwicklung der deutschen Ausfuhren – neben dem Wechselkurs – eine Vielzahl von weiteren Faktoren eine Rolle. Dazu zählt das Wirtschaftswachstum in den jeweiligen Exportmärkten. Ferner sind handelspolitische Rahmenbedingungen zu nennen. Beispielsweise fallen die Sanktionen der EU gegenüber Russland in die oben erwähnte Zeitspanne 2012 bis 2017. Diese Sanktionen haben dazu beigetragen, dass die deutschen Warenausfuhren nach Russland 2017 um gut 32% unter dem Niveau von 2012 lagen. Da-

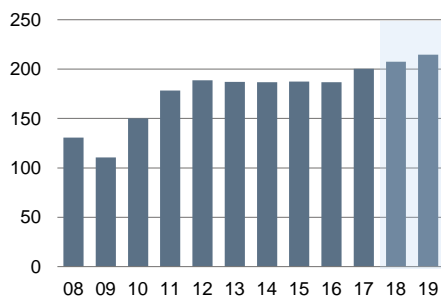


Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Deutsche Exporte in Emerging Markets wachsen moderat

6

Deutsche Warenausfuhren in die EM-Gruppe, EUR Mrd.

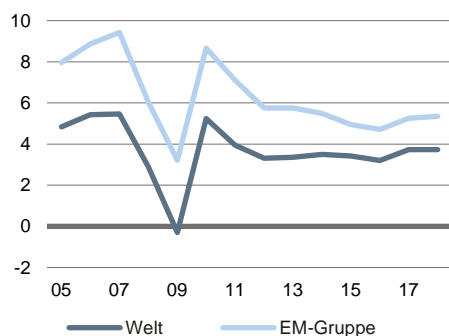


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Überdurchschnittliches BIP-Wachstum in Emerging Markets

7

Reales BIP (basierend auf Kaufkraftparitäten), % gg. Vj.



Quellen: IHS Markit, Deutsche Bank Research

rüber hinaus beeinflussen die Rohstoffpreise die deutschen Warenausfuhren. Dies gilt vor allem für die Exporte in jene Länder aus der EM-Gruppe, deren Wirtschaftsmodell zu einem nennenswerten Teil auf dem Export von Rohstoffen basiert (neben Russland vor allem Saudi-Arabien, aber auch die Vereinigten Arabischen Emirate, Brasilien oder Südafrika). So sanken die deutschen Warenausfuhren nach Saudi-Arabien 2016, als der Ölpreis deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt notierte, um annähernd 27%.

Unsere Schätzmodelle implizieren hohe negative Wechselkurseffekte

Mithilfe eines einfachen Exportmodells schätzen wir die Wechselkurs- und Nachfrageelastizitäten im Zeitraum zwischen Q2/2008 und Q4/2017. In unserem Modell wird das deutsche Exportwachstum in die EM-Ländergruppe mit der Veränderungsrate des Wechselkurses sowie dem Wirtschaftswachstum der EM-Länder erklärt.¹ Aufgrund der großen Unterschiede zwischen den Ländern haben wir verschiedene Modellspezifikationen geschätzt, sogenanntes „*Thick-Modelling*“, um etwaige Modellunsicherheiten zu reduzieren. Dabei wird das Exportmodell sowohl als Einzelgleichung für das gesamte EM-Aggregat geschätzt als auch in einem Panelansatz, in welchen alle zehn Länder einzeln eingehen. Anschließend haben wir für beide Varianten erneut mehrere Spezifikationen geschätzt, die sich unter anderem bezüglich des Stützzeitraums oder der Schätzmethode unterscheiden. Insgesamt wurden 132 Modellspezifikationen berechnet, die eine Bandbreite an geschätzten Elastizitäten liefern, wobei ausschließlich statistisch signifikante Elastizitäten für die Interpretation berücksichtigt werden (siehe hierzu Abbildungen 8 und 9).

Die Koeffizienten für unsere geschätzten Elastizitäten zeigen die erwarteten Vorzeichen: Erstens dämpft eine Euroaufwertung folglich die deutschen Exporte in die EM-Gruppe. Die Spannweite der von uns geschätzten Wechselkurselastizitäten liegt zwischen -0,6 bis -0,3, wobei der weniger für Ausreißer anfällige Median bei -0,5 liegt. Diese Elastizität gibt an, um wie viel Prozent sich das deutsche Exportwachstum erhöht, wenn der Euro gegenüber unserem EM-Wechselkurs um 1% abwertet. Für den Zeitraum 2012 bis 2017 hat allein die Aufwertung des Euro gegenüber den Währungen der EM-Gruppe nach unserem Modell – *ceteris paribus* – zu einem um 16%-Punkte niedrigeren Wachstum der nominalen Exporte geführt. Die Schätzungen ergeben eine positive Nachfrageelastizität in Abhängigkeit vom BIP-Wachstum der EM-Länder. Die Spannweite für die von uns geschätzte Nachfrageelastizität liegt zwischen +0,7 und +9,0. Die große Heterogenität der Koeffizienten erklärt sich durch den Entwicklungsstand der einzelnen EM-Volkswirtschaften, aber wohl ebenso durch politische Ereignisse und Sanktionen. Der Median für unsere Nachfrageelastizitäten liegt bei +2,7.

Im Jahr 2018 hat sich das Exportwachstum sehr heterogen entwickelt. Von Januar bis Juli stiegen die Exporte aggregiert um gut 4% gegenüber dem gleichen Zeitraum im Jahr 2017. Für das Gesamtjahr 2018 erwarten wir – gegeben unsere Modellelastizitäten – ein Exportwachstum von nominal 3,5% (2017: +7%). Hierbei haben wir zwei Dinge angenommen: Erstens eine Abwertung der EM-Währungen um 20% für das Gesamtjahr 2018, was keine weitere Abwertung für den Rest des Jahres 2018 impliziert, und zweitens eine BIP-Wachstumsrate unserer EM-Gruppe von real 5%, wobei diese auf dem gewichteten Aggregat der DBR-Prognosen für jedes EM-Land beruht. Die analoge Vorgehensweise für das Jahr 2019 impliziert, dass das deutsche Exportwachstum in die EM-Gruppe um 3,8% ansteigen würde, wobei wir hierfür abermals eine kräftige Abwertung um 20% plus ein aggregiertes BIP-Wachstum gemäß unseren Prognosen von

¹ Die Modellkonstante unseres trivariaten Modells liegt für alle Spezifikationen nahe null, weshalb wir sie hier nicht weiter diskutieren.

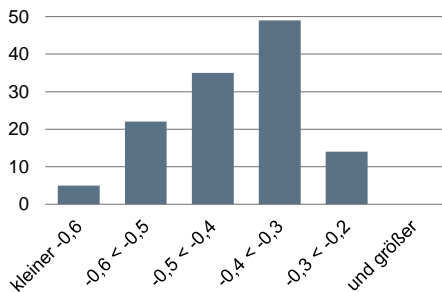


Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Wechselkurseffekt auf deutsche Exporte ausschließlich negativ

8

Verteilung der Koeffizienten für EM-Wechselkurs, rel. Häufigkeit



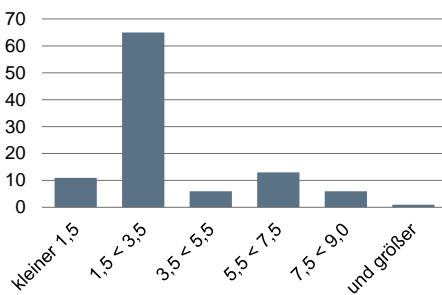
Die abhängige Variable ist das deutsche Exportwachstum in die EM-Länder. Als erklärende Variablen werden die Wachstumsraten des BIP und des Wechselkurses der Emerging Markets sowie Saisoneffekte berücksichtigt. Insgesamt werden 132 verschiedene Modellspezifikationen geschätzt, wobei nur statistisch signifikante Elastizitäten abgebildet werden. Der Median unserer Wechselkurs-elastizitäten liegt bei -0.5.

Quellen: EZB, IHS Markit, IWF, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Positiver Nachfrageeffekt nach deutschen Exporten aus EM-Gruppe

9

Verteilung der Koeffizienten für EM-BIP-Wachstum, rel. Häufigkeit



Die abhängige Variable ist das deutsche Exportwachstum in die EM-Länder. Als erklärende Variablen werden die Wachstumsraten des BIP und des Wechselkurses der Emerging Markets sowie Saisoneffekte berücksichtigt. Insgesamt werden 132 verschiedene Modellspezifikationen geschätzt, wobei nur statistisch signifikante Elastizitäten abgebildet werden. Der Median unserer Nachfrage-elastizitäten liegt bei +2.7.

Quellen: EZB, IHS Markit, IWF, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

erneut real rd. 5% angenommen haben. Unterstellt man dagegen eine Beruhigung der Lage und keine weitere Abwertung der EM-Währungen im Jahr 2019, dann könnten die Exporte in die EM-Gruppe deutlich kräftiger mit nominal über 8% im Jahr 2019 zulegen (also sogar noch kräftiger als 2017, als der Euro gegenüber den EM-Währungen im Jahresdurchschnitt um 4,4% aufwertete).

Investitionsgüterbranchen mit hohem Exposure in den Emerging Markets

Die EM-Gruppe ist für deutsche Industriesektoren unterschiedlich bedeutsam. In allen betrachteten Sektoren stiegen die Ausfuhren in die ausgewählten Emerging Markets im langfristigen Vergleich (2008 bis 2017) schneller als die gesamten Exporte der jeweiligen Branche. Der Anteil der Ländergruppe an den gesamten Exporten einer Branche ist bei den traditionellen Investitionsgüterherstellern am größten. An der Spitze liegt der Maschinenbau. Hier entfielen auf die zehn untersuchten Schwellenländer im Jahr 2017 gut 22% aller Ausfuhren. In der Elektrotechnik (19,4%) und der Automobilindustrie (18,3%) liegt der Anteil der EM-Gruppe an den gesamten Ausfuhren ebenfalls über dem Durchschnitt des gesamten Verarbeitenden Gewerbes. Bemerkenswert ist, dass in der Automobilindustrie (23,1% im Jahr 2012) und im Maschinenbau (2011: 27,3%) die Exportanteile schon einmal deutlich höher waren als am aktuellen Rand. Für den Bedeutungsverlust waren in erster Linie Rückgänge bei den Ausfuhren nach Russland seit 2012 sowie ein nur noch geringes Wachstum bei den Exporten nach China maßgeblich.

In der deutschen Chemieindustrie lag der Exportanteil der EM-Gruppe in den letzten Jahren relativ konstant zwischen 16% und 17%. Deutlich volatil ist der Anteil beim sonstigen Fahrzeugbau. Dies ist vor allem damit zu erklären, dass die Flugzeuglieferungen in die Vereinigten Arabischen Emirate von Jahr zu Jahr sehr stark schwanken können. Beispielsweise kam die EM-Gruppe in diesem Industriezweig 2017 auf einen Anteil von mehr als 21%; in den ersten sieben Monaten von 2018 waren es dagegen nur 16,4%. Unter den exportintensiven Sektoren in Deutschland ist die EM-Gruppe für die Pharmaindustrie am wenigsten wichtig. Hier lag der Exportanteil 2017 lediglich bei gut 11%. Im Ernährungsgewerbe, einer ohnehin primär auf den deutschen Markt ausgerichteten Branche, betrug er sogar nur 5,6%.

Wechselkurseffekte sind relevant, werden aber durch branchenspezifische Faktoren abgemildert

Bei allen untersuchten Industriesektoren existiert über die vergangenen zehn Jahre eine negative Korrelation zwischen den Veränderungsraten der Ausfuhren in die EM-Gruppe und des Euro-Wechselkurses gegenüber dem Währungskorb (jeweils im Vorjahresvergleich und auf Monatsbasis). Ein starker Euro belastet – wie es auch zu erwarten wäre – die Ausfuhren in die betreffenden Emerging Markets. Die jüngste Abwertung der Schwellenländerwährungen wird also – wie wir oben ausgeführt haben – die Ausfuhren in die EM-Gruppe 2018 und 2019 belasten. Gleichwohl gibt es eine Reihe branchenspezifischer Besonderheiten, die Wechselkurseffekte abmildern:

- In der Automobilindustrie spielen die Auslandsfertigung und der konzerninterne Handel eine große Rolle. Gerade der chinesische Automarkt wird zu einem großen Teil aus lokaler Produktion deutscher Unternehmen bedient. Hinzu kommt der Fokus der deutschen Automobilindustrie auf das Premiumsegment. Hier ist die Preiselastizität der Nachfrage geringer als im Volumensegment. Ferner führen in der Automobilindustrie Änderungen des Wechselkurses in der Regel nicht unmittelbar zu entsprechenden Preispassungen im ausländischen Absatzmarkt. Eher orientiert sich die Preisbil-

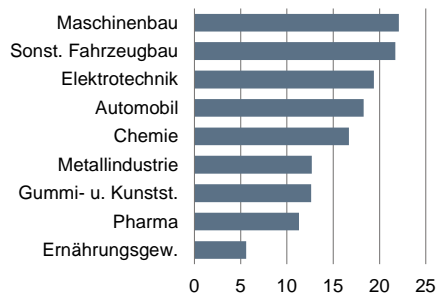


Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Schwellenländer für deutsche Investitionsgüterindustrie wichtig

10

Anteil der EM-Gruppe an Warenausfuhren der jeweiligen Branchen, 2017, %

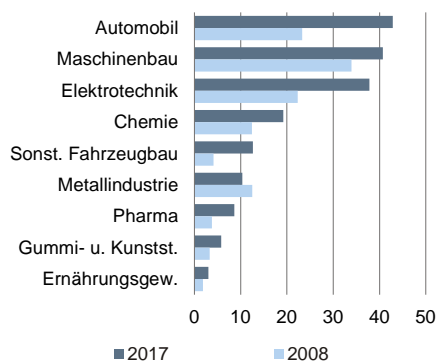


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Automobilindustrie und Maschinenbau wichtigste Exporteure in EM-Gruppe

11

Deutsche Warenausfuhren in die EM-Gruppe nach Branchen, EUR bn



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

derung an den lokalen Gegebenheiten (aktuelle Angebots- und Nachfragesituation, Wettbewerb). Wechselkursänderungen beeinflussen dann eher die Rendite pro Fahrzeug, die der jeweilige Autohersteller erzielen kann und weniger die absoluten Ausfuhren.

- Im Maschinenbau und Teilen der Elektrotechnik liegt der Fokus auf hochwertigen Spezialmaschinen bzw. elektrotechnischen Investitionsgütern. Auch hier ist die Preiselastizität der Nachfrage geringer als bei Standardmaschinen oder einfachen elektronischen Konsumgütern.
- Die Chemieindustrie ist zwar exportintensiv. Im Vergleich zur Automobilindustrie oder dem Maschinenbau findet aber ein größerer Teil des Chemiehandels innerhalb von europäischen Produktionsverbänden statt. Zudem hat in der Chemieindustrie die Lokalisierung der Produktion in den letzten Jahren ebenfalls zugenommen.
- In der Pharmaindustrie ist bei vielen Präparaten die Preiselastizität der Nachfrage gering. Generika sind dagegen stärker von Wechselkursschwankungen betroffen.
- Im sonstigen Fahrzeugbau (hier vor allem Flugzeuge) besteht eine Besonderheit darin, dass der globale Flugzeugmarkt ein USD-Markt ist, für die deutsche Industrie aber ein großer Teil der Kosten in Euro anfallen. Ferner sind gerade bei Großbestellungen Rabatte üblich, die den Effekt von Wechselkursänderungen deutlich übersteigen können.

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

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

Die Autoren bedanken sich bei Marcel Stechert für seine Mitarbeiter an diesem Artikel.



Haushalt 2019 und Finanzplan bis 2022: Höhere Sozialtransfers belasten Nachhaltigkeit – Rücklagen ermöglichen prozyklische Fiskalpolitik

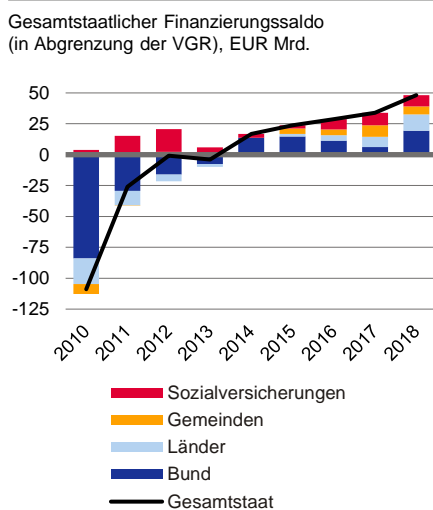
- Einführung: Makrolage und aktuelle fiskalische Situation
- Ein Blick auf den Haushalt 2018/19 und den Finanzplan bis 2022
- Fiskalische Spielräume im Kontext der Schuldenbremse
- Nebenhaushalte und Rücklagen erschweren Nachvollziehbarkeit
- Fazit: Höhere Sozialausgaben vergrößern Druck auf Staatsfinanzen

Ausgangslage: Satte Überschüsse dank Vollbeschäftigung, Steuerboom und Minizinsen

Der deutsche Fiskus profitiert nach wie vor von dem anhaltend günstigen Makroumfeld (BIP-Wachstum über Potenzial, Rekordbeschäftigung, Minizinsen auf deutsche Bundesanleihen und echte Zinswende der EZB noch in weiter Ferne). Die deutsche Wirtschaft wächst trotz bestehender außenwirtschaftlicher Unwägbarkeiten (Handelsstreit USA-EU-China, Schwellenländerkrisen wie z.B. in der Türkei, Brexit, finanzpolitische Unsicherheiten in Italien) nach wie vor kräftig und befindet sich damit in einem lang anhaltenden Aufschwung. Dabei wirken sich die Rekordbeschäftigung und die steigenden Einkommen (Löhne) äußerst positiv auf die gesamtstaatlichen Einnahmen (Steuern, Sozialversicherungsbeiträge) aus. Netter Nebeneffekt für den Fiskus: Das progressiv ausgestaltete Steuersystem wirkt bei der gegenwärtigen Sonderkonjunktur noch verstärkend auf die Einkommensteuerrückläufe des Staates. Auf der Ausgabenseite entlasten die anhaltend niedrigen Zinsen auf deutsche Staatsanleihen und die sich im Sinkflug befindende Arbeitslosigkeit die öffentlichen Haushalte in größerem Umfang. Ebenso spürt der Staat die nahenden demografischen Lasten derzeit noch kaum („demografische Atempause“), welche erst ab Mitte 2025 deutlicher zutage treten dürften.

So ist es nicht verwunderlich, dass der Gesamtstaat (bestehend aus Bund, Ländern, Gemeinden und Sozialversicherungsträgern) nach vorläufigen Ergebnissen des Statistischen Bundesamtes im ersten Halbjahr 2018 einen satten Finanzierungsüberschuss von EUR 48,1 Mrd. bzw. 2,9% des im ersten Halbjahr erwirtschafteten nominalen BIP (z. Vgl.: 2017: EUR 34 Mrd. bzw. 1,0% des BIP) erzielt hat. Auch wenn sich von den vorläufigen Ergebnissen des ersten Halbjahres nur begrenzt Rückschlüsse auf das gesamte Jahr ziehen lassen, gibt es derzeit kaum Zweifel daran, dass der Gesamtstaat auch 2018 einen kräftigen Finanzierungsüberschuss von deutlich mehr als 1% des BIP erzielen wird und dank des kräftigen Wachstums die Schuldenquote noch 2018 – allerspätestens 2019 – unter die Maastricht-Grenze von 60% fallen dürfte. Dennoch kann nach Verabschiedung des Bundeshaushaltes 2018 – und folglich dem Ende der bis Mitte Juli andauernden vorläufigen Haushaltsführung – davon ausgegangen werden, dass die Bundesausgaben in der zweiten Jahreshälfte deutlich zulegen dürften und der Finanzierungsüberschuss des Bundes (H1 2018: EUR 19,5 Mrd. bzw. rund 40% des gesamtstaatlichen Überschusses) im Vergleich zur ersten Jahreshälfte wieder abnehmen dürfte. Mittelfristig dürften die volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen für die öffentlichen Haushalte günstig bleiben. Dennoch dürfte der Überschuss in den nächsten Jahren aufgrund der zunehmend prozyklisch ausgerichteten Ausgabenpolitik der Bundesregierung zurückgehen.

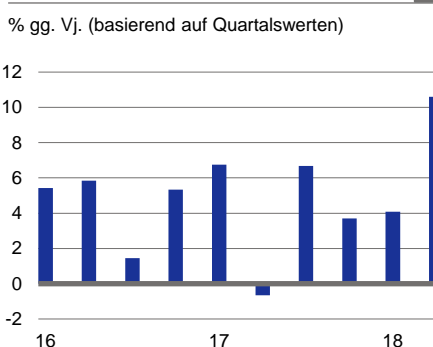
Gesamtstaatlicher Haushalt mit dickem Plus im ersten Halbjahr 2018



2018: Vorläufige Werte für das 1. Halbjahr

Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Steueraufkommen insgesamt (ohne Gemeindesteuern)



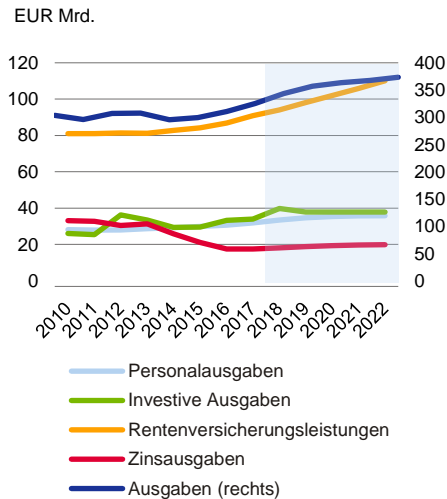
Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research



Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Ausgewählte Ausgabenposten im Bundeshaushalt 2018, Regierungsentwurf und Finanzplan bis 2022

3

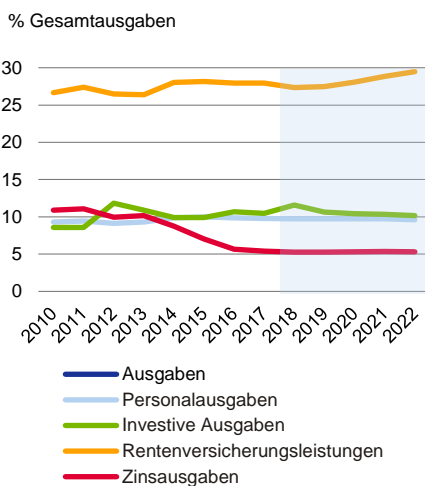


Investitionen 2018: einschließlich Digitalisierungsfonds

Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Bundeshaushalt 2018, Regierungsentwurf 2019 und Finanzplan bis 2022

4



Investitionen 2018: einschließlich Digitalisierungsfonds

Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Angesichts der deutlich besser als erwarteten fiskalischen Entwicklungen gehen wir nun davon aus, dass sich der gesamtstaatliche Finanzierungsüberschuss in diesem Jahr auf 1,4% des BIP erhöhen dürfte (von 1,0% im Jahr 2017), um schließlich 2019 infolge der zunehmend prozyklischen Fiskalpolitik auf rund 1,1% des BIP zurückzugehen (vorherige Prognose: jeweils 1,2% des BIP für 2018/19). Damit dürfte die Schuldenquote schon in diesem Jahr auf leicht unter 60% des BIP fallen.

Bundeshaushalt 2018/19 und Finanzplan bis 2022: Regierung gibt zusätzliches Geld mit vollen Händen aus – schwerpunktmäßig für den Sozialstaat, ein bisschen mehr auch für die Investitionen

Im kürzlich verabschiedeten Bundeshaushalt 2018 berücksichtigt die Bundesregierung bereits einige der im Koalitionsvertrag beschlossenen prioritären Maßnahmen (u.a. Baukindergeld). Des Weiteren werden weitere prioritäre Maßnahmen (u.a. Mütterrente II ab 2019, teilweise Abschaffung des Solidaritätsbeitrages ab 2021, Ausgleich für die kalte Progression ab 2019) im Haushaltsentwurf 2019 bzw. im Finanzplan bis 2022 vom 6. Juli 2018 von der Regierung in Angriff genommen. Dabei ist ein roter Faden in der Finanzpolitik der neuen Regierung erkennbar. Erstens verspricht die Bundesregierung, wie in den Vorjahren, auch in den kommenden fünf Jahren keine neuen Schulden zu machen – ein zu Boom-Zeiten und aus Steuerzahlersicht nicht überaus ehrgeiziges Ziel. Eine wesentliche finanzpolitische Vorgabe bleibt in diesem Kontext die sogenannte „Schwarze Null“ im Kernhaushalt des Bundes, welche die Nettokreditaufnahme des Bundes auf null begrenzen soll. Die „Schwarze Null“ wird bereits seit 2014 eingehalten. Neben diesem finanzpolitisch selbstgesteckten Ziel verspricht die in der Verfassung verankerte Schuldenbremse eine gewisse Stabilität der öffentlichen Finanzen. So darf die strukturelle Nettokreditaufnahme² des Bundes nach der Schuldenregel nicht mehr als 0,35% des BIP betragen. Mit dieser Vorgabe soll einer unsoliden Finanzpolitik ein Riegel vorgeschoben werden, indem verhindert wird, dass die Regierung ihre Ausgaben in konjunkturell guten Zeiten zu stark – über ein nachhaltiges Maß hinaus – ausweitet, und diese damit in wirtschaftlich schlechten Zeiten nicht über Gebühr – d.h. prozyklisch und für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage schädlich – zusammenkürzen muss. Mit anderen Worten: Die Finanzpolitik soll insgesamt solider, verlässlicher und verstetigend wirken und nicht prozyklisch ausgerichtet sein. Die Frage ist, ob dies auch wirklich erreicht wird.

Auch trotz der oben erwähnten finanzpolitischen Anker („Schwarze Null“, Schuldenbremse) wird die Finanzpolitik des Bundes zunehmend prozyklisch ausgerichtet. Dabei scheint die Regierung ihren fiskalischen Spielraum weitestgehend ausnutzen zu wollen. Kurz, der Steuerboom (siehe Grafik 2) wird – wenn überhaupt – nur ein wenig zur Entlastung der Steuer- und Beitragszahler verwendet (so soll u.a. ein wesentliches Versprechen der Regierung über einen ersten teilweisen Rückbau des Solis für kleine und mittlere Einkommen nicht vor 2021 umgesetzt werden), gar nicht für die (nominale) Schuldentrückführung, ein bisschen für (das Produktionspotenzial förderliche) „investive“ Ausgaben (Verkehr, Digitales, Bildung) und noch mehr für eine Ausweitung der bereits sehr hohen staatlichen Sozialtransfers (u.a. Baukindergeld, Mütterrente II). Wirklich nachhaltig – zumindest aus langfristiger Perspektive und mit Blick auf die Mitte des nächsten Jahrzehnts einsetzenden alterungsbedingten Lasten – ist diese (Sozial- und Renten-) Politik der Regierung wohl kaum. Problematisch bleibt dabei, dass die von der Regierung beabsichtigten höheren Sozialtransfers sich oftmals nicht an dem Bedürftigkeitsprinzip ausrichten, sondern eine generelle Auswei-

² Die nach der Schuldenregel maximal zulässige strukturelle Nettokreditaufnahme darf nicht mehr als 0,35% des BIP des der Haushaltsaufstellung vorangegangenen Jahres betragen.



Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

tung staatlicher (und versicherungsfremder) Sozialleistungen vorsehen – zulasten heutiger Steuerzahler und Beitragszahler sowie künftiger Generationen. Und sie wirken strukturell belastend auf der Ausgabenseite. Sind sie einmal eingeführt, können sie nur schwerlich zurückgenommen werden.

Bundeshaushalt 2018, Regierungsentwurf 2019 und Finanzplan bis 2022 im Kontext der Schuldenbremse

5

EUR Mrd.	Ist 2017	Soll 2018	Entwurf 2019	Finanzplan		
				2020	2021	2022
Ausgaben	325,4	343,6	356,8	363,2	367,3	373,5
gg. Vj. (%)	4,8	5,6	3,8	1,8	1,1	1,7
darunter: Investive Ausgaben (2018: inkl. Zuweisungen an das Sondervermögen "Digitale Infrastruktur")	34,0	39,8	37,9	37,9	37,9	37,9
gg. Vj. (%)	2,4	17,1	-4,8	0,0	0,0	0,0
% Ausgaben	10,4	11,6	10,6	10,4	10,3	10,1
darunter: Globale Mehr-/Minderausgaben		-0,7	1,7	1,3	0,3	0,6
% Ausgaben		-0,2	0,5	0,4	0,1	0,2
Einnahmen	330,4	341,7	351,5	356,6	358,7	374,5
gg. Vj. (%)	4,3	3,4	2,9	1,5	0,6	4,4
darunter: Steuereinnahmen	309,4	321,3	333,0	333,8	346,8	359,7
gg. Vj. (%)	7,1	3,9	3,6	0,2	3,9	3,7
% Einnahmen	93,6	94,0	94,7	93,6	96,7	96,0
darunter: Globale Mehr-/Mindereinnahmen		-1,5	-7,0	-6,5	-17,6	-14,8
% Einnahmen		-0,4	-2,0	-1,8	-4,9	-3,9
Finanzierungssaldo (ohne Extrahaushalte des Bundes)*	5,0	-1,9	-5,3	-6,6	-8,6	1,0
Finanzierungssaldo (einschließlich Extrahaushalte des Bundes)	3,6	-1,0	-8,2	-7,6	-8,8	1,0
Saldo der Rücklagenbewegungen: (-) Zuführung / (+) Entnahme	-5,3	1,6	5,0	6,3	8,3	-1,3
Nettokreditaufnahme (-) / Nettotilgung (+)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konjunkturkomponente	2,1	4,2	6,4	4,0	1,5	0,0
Saldo der finanziellen Transaktionen	-0,8	0,3	1,0	0,8	0,7	0,9
Saldo der relevanten Extrahaushalte des Bundes	-1,4	0,9	-2,9	-1,0	-0,2	0,0
Energie- und Klimafonds	-0,2	0,0	-0,4	-1,0	-0,2	0,0
Aufbauhilfefonds	-0,7	-0,4	-0,7			
Kommunalinvestitionsförderungsfonds	-0,5	-1,1	-1,8			
Digitalisierungsfonds		2,4				
Strukturelle Nettokreditaufnahme (-) / Strukturelle Nettotilgung (+)	-2,7	-3,6	-10,3	-5,8	-2,4	-0,9
Maximale strukturelle Nettokreditaufnahme (Obergrenze)	-10,6	-11,4	-11,4	-11,9	-12,4	-12,8
Struktureller Finanzierungssaldo	2,3	-5,5	-15,6	-12,4	-11,0	0,1

* Einnahmen minus Ausgaben.

Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Allein die Ausweitungen der Mütterrente (über eine zusätzliche Anrechnung von Kindererziehungszeiten auf die gesetzliche Rente, die nicht durch eigene Sozialbeiträge gedeckt sind), verschlingt zulasten der Beitragszahler und Rentempfänger ab 2019 schätzungsweise rund EUR 3,5 Mrd. pro Jahr. Dieser Betrag entspricht immerhin knapp 1% der gesamten für 2019 vorgesehen Ausgaben des Bundes. Auch das von Anfang 2018 bis Ende 2020 befristete Baukindergeld, das den Erwerb von Wohnraum für große Teile der Bevölkerung erschwinglicher machen soll, beträgt allein in der aktuellen Legislaturperiode (2018-21) schätzungsweise kumulierte EUR 2,7 Mrd. (ursprünglich geplante Kosten der Koalitionäre: EUR 2,0 Mrd.), die sich bis zum Programmende 2029

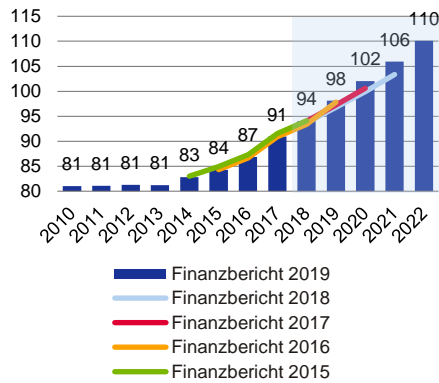


Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Rentenversicherungsleistungen des Bundes steigen im Planungszeitraum stark an

6

Bundeszuschuss zur Rente, EUR Mrd.

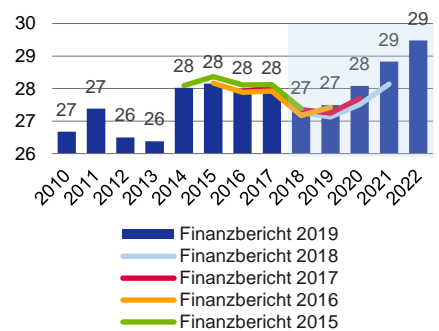


Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Anteil der Rentenversicherungsleistungen des Bundes an den Gesamtausgaben wird immer größer

7

Bundeszuschuss zur Rente, % Bundesausgaben



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

auf etwa EUR 10 Mrd. erhöhen könnten³. Das Baukindergeld dürfte wohl eine teure Subvention mit fragwürdigem Nutzen – die sich z.B. auch an eine wohl kaum als bedürftig geltende vierköpfige Familie mit einem zu versteuernden Jahreseinkommen von bis zu TEUR 105 richtet – sein, die die ohnehin schon hohen Immobilienpreise noch weiter nach oben treiben wird.

Diese erneuten sozialen Wohltaten der Regierung (insbesondere im Bereich Rente) führen dazu, dass der Anteil der Rentenversicherungsleistungen (kurz: der Bundeszuschuss zur Rente) immer stärker ansteigt und damit – bei einem nicht ewig währenden Steuerboom – de facto die fiskalischen Spielräume für andere, zukunftsfördernde Ausgaben (z.B. in Bildung, Wissenschaft und Infrastruktur), Steuersenkungen oder Schuldentilgungen einschränkt. Zwar erhöht die Bundesregierung in den kommenden Jahren auch das Investitionsvolumen (mit einem Schwerpunkt auf erforderliche Erhaltungsinvestitionen in der Verkehrsinfrastruktur sowie dem Ausbau der digitalen Infrastruktur u.a. im Bereich Breitband), jedoch fallen die für das Jahr 2018 beschlossenen investiven Ausgaben in Höhe von EUR 39,8 Mrd. (Investitionen plus investive Zuweisungen des Bundes an das Sondervermögen „Digitalisierungsfond“ in Höhe von EUR 2,4 Mrd.) noch immer vergleichsweise niedrig aus. Zwar liegen sie in Nominalbeträgen im gesamten Planungszeitraum deutlich über dem Ist-Wert aus 2017 (von EUR 34 Mrd.), allerdings steigt ihr Anteil an den Gesamtausgaben nur temporär (auf 11,6% der Ausgaben 2018 von 10,4% 2017), um schließlich bis 2022 (Ende des Finanzplans) auf 10,1% abzusinken. (Randnotiz: Das Baukindergeld wird als investiv eingestuft.) Zum Vergleich: Der Bundeszuschuss zur Rente (der größte Posten bei den Sozialausgaben) legt im selben Zeitraum von 27,9% (2017) auf 29,5% (2022) zu. Wie es aussieht, möchte die Regierung die sich derzeit bietenden fiskalischen Spielräume zu großen Teilen in den Bereich der Sozialausgaben lenken. Dessen Volumen soll sich laut Regierungsentwurf 2019 auf hohe EUR 178,2 Mrd. belaufen und würde damit für rund die Hälfte aller Bundesausgaben stehen. Ein Blick auf Grafik 4 lässt erkennen, dass große Teile der durch die Niedrigzinsphase auf der Ausgabenseite entstandenen Haushaltsspielräume in die Ausweitung des Wohlfahrtsstaates gesteckt werden. Spürbare Steuersenkungen, die über vereinzelte kosmetische Entlastungen (zum Ausgleich der kalten Progression, einer Erhöhung des Kindergeldes und des Kinderfreibetrages) hinausgehen, werden weiter auf die lange Bank geschoben. In diesem Kontext sei erwähnt, dass eine erste Teilabschaffung des Soli über EUR 10 Mrd. nicht vor 2021 (dem letzten Jahre der Legislaturperiode) einsetzen soll.

Zudem wird die gute Finanzlage der Sozialversicherungsträger nicht vollumfänglich für die gebotenen Beitragssatzsenkungen genutzt (in der Tat hat die Ausweitung versicherungsfremder Leistungen in der Rentenversicherung den vorhandenen Spielraum für eine spürbare(re) Beitragssatzsenkung genommen⁴.

³ Das Baukindergeld wird Anspruchsberechtigten zum Ersterwerb von selbstgenutztem Wohneigentum (Bestand oder Neubau) gewährt. Dabei darf das zu versteuernde Jahreseinkommen der Familie bei Antragstellung nicht mehr als EUR 75.000 plus EUR 15.000 pro im Haushalt lebenden Kind unter 18 Jahren betragen. Pro Kind zahlt der Staat EUR 1.200 pro Monat für zehn Jahre.

⁴ Zwar soll der Beitragssatz zur Arbeitslosenversicherung ab 2019 um 0,5 Prozentpunkte von aktuell 3,0% auf dann 2,5% gesenkt werden. Jedoch soll der Beitragssatz zur defizitären Sozialen Pflegeversicherung (SVP) direkt im Gegenzug um 0,5 Prozentpunkte erhöht werden. Damit bleiben im Vergleich zu 2017 lediglich eine marginale Beitragssatzsenkung zur allgemeinen Rentenversicherung (allg. RV) um 0,1 Prozentpunkte von 18,7% auf nunmehr 18,6% sowie eine geringfügige Senkung des durchschnittlichen Zusatzbeitrages zur Gesetzlichen Krankenversicherung (GKV) von 1,1% auf 1,0% für die Beitragszahler übrig (beide Satzsenkungen erfolgten Anfang 2018). Zwar werden die Arbeitnehmer ab Anfang 2019 mit der Umstellung auf eine vollständige paritätische Finanzierung der GKV entlastet (derzeit tragen die Arbeitnehmer den Zusatzbeitrag allein), jedoch die Arbeitgeber im gleichen Volumen zur Kasse gebeten und infolgedessen der Faktor Arbeit nicht minder belastet im Vergleich zu heute.

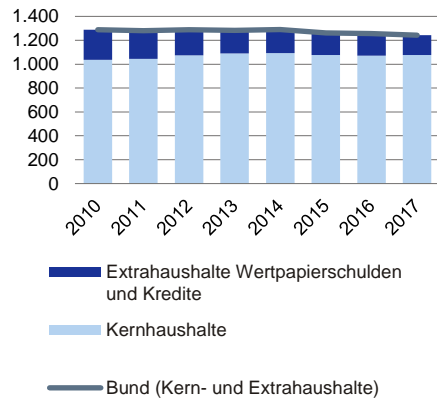


Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Verschuldung des Bundes

8

EUR Mrd. (Finanzstatistik)

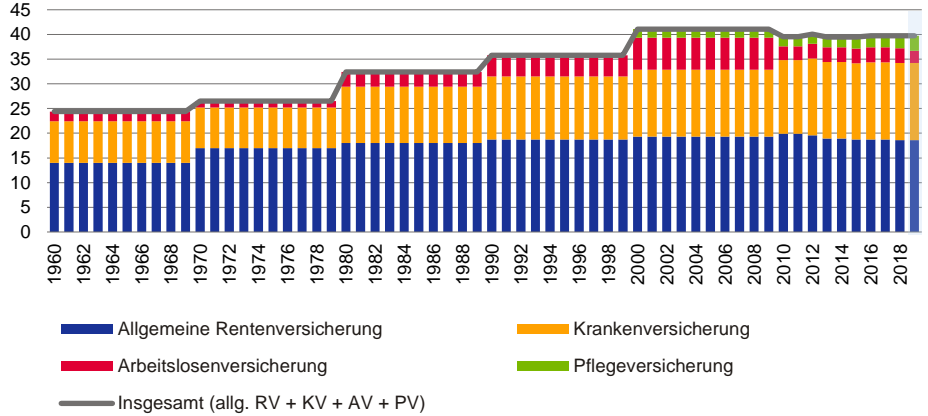


Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Entwicklung der Beitragssätze zur Sozialversicherung

9

% Bruttoarbeitsentgelt



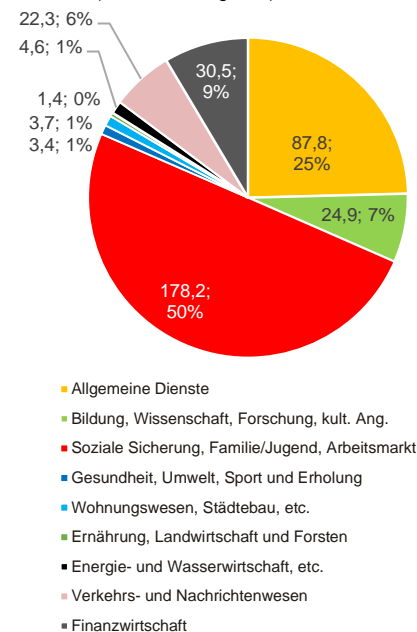
Krankenversicherung: Beitragssatz inklusive Zusatzbeitragssatz. Dieser beträgt derzeit durchschnittlich 1% und ist vom Arbeitnehmer vollständig zu entrichten. Pflegeversicherung: Ab 2005 zahlen kinderlose Beitragszahler einen um 0,25 Prozentpunkte höheren Beitrag gegenüber Beitragszahlern mit Kindern. Der hier dargestellte Satz bezieht sich auf Beitragszahler mit Kindern.

Quellen: Deutsche Rentenversicherung, Deutsche Bank Research

Bundeshaushalt 2019 (Entwurf) nach Ausgabenarten

10

EUR Mrd. (% Gesamtausgaben)



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Schuldenbremse grenzt zwar die Kreditpielräume des Bundes ein, kann eine prozyklische Ausrichtung der Fiskalpolitik aber nicht verhindern

Die fiskalischen Spielräume sind vorhanden und könnten sich bei weiteren positiven Überraschungen bei den Steuereinnahmen sogar nochmals vergrößern. Laut den Haushaltsplanungen der Regierungen (auf Basis der Makroprognosen und Steuerschätzung aus dem Frühjahr 2018) dürften die jährlichen Einnahmen des Bundes im Planungszeitraum von EUR 330,4 Mrd. 2017 (Ist-Wert) auf EUR 374,5 Mrd. (Soll-Wert) 2022 kräftig zulegen (+13,3% bzw. kumulierte EUR 72 Mrd.).

Der prognostizierte hohe staatliche Einnahmewachstum wird dabei insbesondere von den dynamischen Steuereinnahmen getragen, die laut Schätzung auf EUR 359,7 Mrd. (Soll-Wert) im Jahr 2022 von EUR 309,4 Mrd. (Ist-Wert) im Jahr 2017 zunehmen dürften (+16,3% bzw. kumulierte EUR 87,7 Mrd.). Im Nachfolgenden beleuchten wir, wie hoch der fiskalische Spielraum im Zeitraum 2018-22 der Bundesregierung im Kontext der Schuldenbremse tatsächlich ist.



Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Herleitung der strukturellen Nettokreditaufnahme des Bundes

11

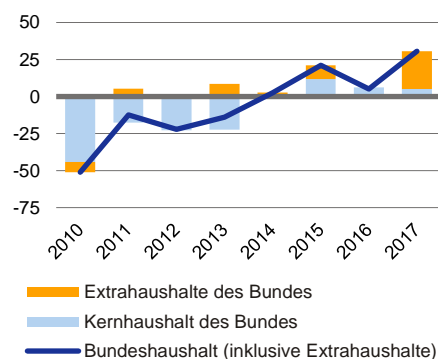
EUR Mrd.	Ist	Soll	Entwurf	Finanzplan		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finanzierungssaldo des Bundes (Kernhaushalt)	5,0	-1,9	-5,3	-6,6	-8,6	1,0
+ Saldo der relevanten Extrahaushalte des Bundes	-1,4	0,9	-2,9	-1,0	-0,2	0,0
= Finanzierungssaldo des Bundes (einschließlich relevanter Extrahaushalte)	3,6	-1,0	-8,2	-7,6	-8,8	1,0
- Konjunkturkomponente	2,1	4,2	6,4	4,0	1,5	0,0
- Saldo der finanziellen Transaktionen	-0,8	0,3	1,0	0,8	0,7	0,9
= Struktureller Finanzierungssaldo	2,3	-5,5	-15,6	-12,4	-11,0	0,1
Nettokreditaufnahme (-) / Nettotilgung (+) des Bundes (Kernhaushalt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Saldo der relevanten Extrahaushalte des Bundes	-1,4	0,9	-2,9	-1,0	-0,2	0,0
- Konjunkturkomponente	2,1	4,2	6,4	4,0	1,5	0,0
- Saldo der finanziellen Transaktionen	-0,8	0,3	1,0	0,8	0,7	0,9
= Strukturelle Nettokreditaufnahme	-2,7	-3,6	-10,3	-5,8	-2,4	-0,9
Nach der Schuldenbremse maximal zulässige strukturelle Nettokreditaufnahme (Obergrenze)	-10,6	-11,4	-11,4	-11,9	-12,4	-12,8
Maximale strukturelle Nettokreditaufnahme (Obergrenze) in % des BIP	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35
Nominales BIP des der Haushaltsaufstellung vorangegangenen Jahres	3.032,8	3.263,4	3.263,4	3.401,7	3.539,4	3.655,4
Sicherheitsabstand zur maximalen strukturellen Nettokreditaufnahme	7,9	7,8	1,1	6,1	10,0	11,9
Nach der Schuldenbremse maximal zulässige Nettokreditaufnahme	-9,3	-6,9	-4,0	-7,1	-10,2	-11,9

Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Entwicklung des Bundeshaushaltes (Finanzstatistik)

12

Finanzierungssaldo, EUR Mrd.



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Die Bundesregierung plant durchgängig mit einer „Schwarzen Null“, d.h. strebt eine Nettokreditaufnahme von Null an. So wird zwar ein weiterer Aufbau von Schulden ausgeschlossen, jedoch auch keine Rückführung der Bundesschuld angestrebt. Was bleibt ist, dass alleine die Schuldenquote dank der wachsenden Wirtschaft sinkt, nicht jedoch der nominale Schuldenstand (welche auf noch immer hohem Niveau verbleibt). Laut Planung der Bundesregierung schreiben sowohl der Kernhaushalt des Bundes als auch der Bundeshaushalt einschließlich der dem Bund zugehörigen Sondervermögen (Extrahaushalte) zwischen 2018 und 2021 durchgängig rote Zahlen. Erst im Jahr 2022, und damit in der nächsten Legislaturperiode, wird ein leicht positives Finanzierungsergebnis angestrebt (siehe Tabelle). Das Ziel der Regierung, trotz auflaufender Defizite, ohne neue Schulden auszukommen, wird im Wesentlichen über den Abbau der in den vergangenen Jahren aufgebauten Rücklagen erreicht.

Insbesondere die zum Jahresende 2017 sich auf knapp EUR 24 Mrd. belauende Rücklage „Asylbewerber und Flüchtlinge“ (kurz Asylrücklage) wird über den Planungshorizont vollständig zur Deckung der Finanzierungsdefizite verausgabt. Diese Rücklage wurde vom Bund 2015 eingerichtet, um die im Zuge der Flüchtlingskrise entstandenen bzw. künftig noch auflaufenden Kosten zu finanzieren bzw. für deren Bestreitung entsprechend Vorsorge im Haushalt zu treffen. Zwar erschien die Bildung der Rücklage damals als geboten, tatsächlich wurde die in ihr geparkten Finanzmittel für den ursprünglich vorgesehenen Zweck jedoch noch nicht benötigt. Statt die Rücklage aufzulösen und z.B. zur Tilgung bestehender Bundesschulden einzusetzen, wurde sie in den letzten Jahren sogar noch weiter aufgestockt, von einem anfänglichen Niveau in Höhe von EUR 12,1 Mrd. 2015 auf nunmehr EUR 23,9 Mrd. Ende 2017.

Die strukturelle Nettokreditaufnahme des Bundes errechnet sich aus der Summe der geplanten Nettokreditaufnahme des Kernhaushaltes (von null; „Schwarze Null“) und dem Saldo der relevanten Extrahaushalte (wie z.B. dem Klimafonds oder den Kommunalinvestitionsfonds; siehe Tabelle „Finanzplanung

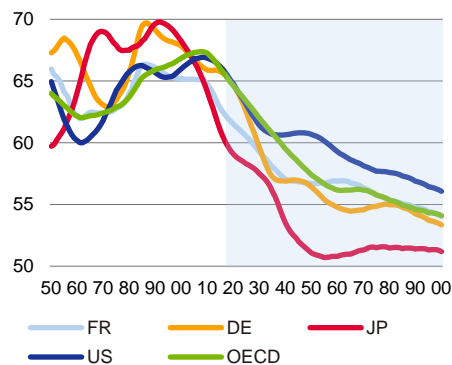


Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Bevölkerungsvorausschätzungen der Vereinten Nationen (mittlere Variante)

13

Anteil der Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter, % der Gesamtbevölkerung

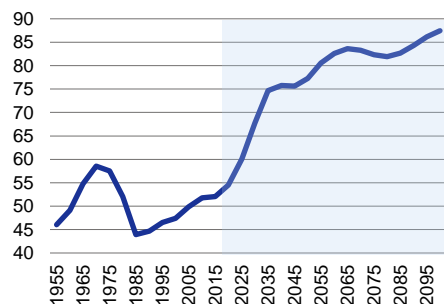


Quellen: Vereinte Nationen, Deutsche Bank Research

Deutschland: Gesamtlastenquote

14

Bevölkerung zwischen 0-14 und über 65 Jahren, % der Bevölkerung im Alter von 15-64 Jahren



Ab 2020: Mittlere Variante

Quelle: Vereinte Nationen

des Bundes 2018-22 im Kontext der Schuldenbremse“), bereinigt um eine Konjunkturkomponente⁵ sowie den Saldo der finanziellen Transaktionen⁶.

Auch die strukturelle Nettokreditaufnahme liegt laut Planungen der Bundesregierung über den gesamten Planungszeitraum im negativen Bereich. Zwar beträgt der Sicherheitsabstand zur Obergrenze (EUR 11,4 Mrd.) im aktuellen Haushaltsjahr 2018 noch EUR 7,8 Mrd., jedoch reduziert sich dieser bereits im Haushaltsjahr 2019 auf nur noch EUR 1,1 Mrd. (siehe Tabelle). Die tatsächliche – nach der Schuldenbremse maximal zulässige Nettokreditaufnahme, die sich für die Haushaltsjahre 2018 und 2019 auf rund EUR 6,9 Mrd. und EUR 4,0 Mrd. beläuft, setzt damit dem Bund recht enge Grenzen bei der Neuverschuldung, die er mit dem selbstgesetzten Ziel der „Schwarzen Null“ ohnehin nicht anstrebt. Damit kann festgehalten werden, dass die fiskalischen Spielräume laut den Planungen der Bundesregierung bereits weitestgehend ausgeschöpft sind und über die Planungen hinausgehende Mehrausgaben bzw. Mindereinnahmen (z.B. steuerliche Entlastungen) nur im Falle positiver Überraschungen im Haushaltsvollzug, z.B. über den Planungen liegender (Steuer-) Einnahmen bzw. unter den Planungen liegender Ausgaben (z.B. bei den Zinsen) umgesetzt werden können. Wie bereits erwähnt und anhand der deutlichen Verschlechterung des prognostizierten strukturellen Finanzierungsdefizits (von EUR 5,5 Mrd. 2018 auf EUR 15,6 Mrd. 2019) ablesbar, bleibt die zunehmend prozyklische Ausrichtung des Bundes aus stabilitätspolitischer Sicht bedenklich. Denn der Steuerboom und das Niedrigzinsumfeld werden nicht ewig währen, und die demografisch bedingten Lasten in Deutschland spätestens ab Mitte des nächsten Jahrzehnts dem Staatshaushalt deutlich(er) als heute zusetzen. Gerade vor diesem Hintergrund wirken die beabsichtigten Leistungsausweitungen bei der Rente mit Blick auf die langfristige Tragfähigkeit der Staatsfinanzen geradezu kontraproduktiv. Auch wenn das zentrale Rentenversprechen der Regierung, die „doppelte Haltelinie“⁷, zumindest in der laufenden Legislaturperiode noch keine spürbare Belastung für den Bundeshaushalt nach Schätzung von Experten impliziert, wird es voraussichtlich ab 2025 (dem Ende des gegenwärtigen Rentenkonzepts der Regierung) zu erheblichem Anpassungsbedarf führen (z.B. einem Einkassieren der heutigen Versprechungen, rapide steigenden Bundeszuschüssen und/oder einer Anhebung des Renteneintrittsalters).

Nutzung von Rücklagen, Extrahaushalten und Globalposten erschwert die Nachvollziehbarkeit der Finanzplanung und verdeckt strukturelle Verschlechterung des Haushaltes

Derzeit setzt die Bundesregierung neben dem Kernhaushalt des Bundes eine Reihe von Sonderinstrumenten bei der Haushaltsführung ein. Diese Haushaltsinstrumente umfassen unter anderem die Bildung (und den späteren Verzehr von Finanzreserven bzw. Rücklagen wie z.B. die Asyrrücklage oder den ab 2021 aufzubauenen „Demografiefonds“⁸), die Einrichtung von Extrahaushalten (wie z.B. den „Energie- und Klimafonds“ oder das Sondervermögen „Digitale Infrastruktur“⁹) sowie den Einsatz von einnahme- und ausgabenseitigen Globalposten bei der Haushaltsaufstellung und Finanzplanung.

⁵ Die Konjunkturkomponente wirkt in Phasen der Überauslastung (mit einer positiven Produktionslücke) begrenzend und in Zeiten einer Unterauslastung (mit einer negativen Output-Lücke) entschärfend auf die Verschuldungsspielräume des Bundes.

⁶ Der Saldo aus finanziellen Transaktionen berücksichtigt u.a. Einnahmen aus Einmaleffekten wie z.B. Privatisierungserlöse. Diese erhöhen nicht den Nettokreditaufnahmespielraum des Bundes.

⁷ Diese sieht vor, dass der Beitragssatz zur allg. RV bis 2025 nicht über 20% ansteigt und dass das Rentenniveau (das Verhältnis zwischen der Durchschnittsrente nach 45 Beitragsjahren und Durchschnittsverdienst) mindestens auf dem derzeitigen Niveau von 45% verbleibt.

⁸ Diesem „Demografiefonds“ sollen laut Finanzplanung ab 2021 jährlich Mittel in Höhe von EUR 2 Mrd. zugeführt werden, die der Absicherung der Beitragsobergrenze gegen unvorhergesehene Entwicklungen dienen sollen.

⁹ Dieser erhält im Haushalt 2018 Bundeszuweisungen von EUR 2,4 Mrd. und soll des Weiteren aus noch zu erzielenden Erlösen bei der Vergabe von 5G- und UMTS-Lizenzen gestärkt werden.

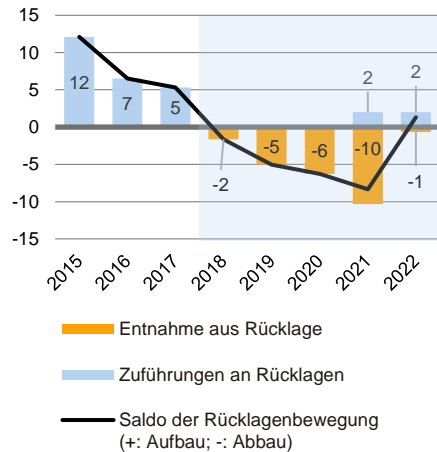


Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Saldo der Rücklagenbewegungen des Bundes im Haushalt und Finanzplan bis 2022

15

EUR Mrd.

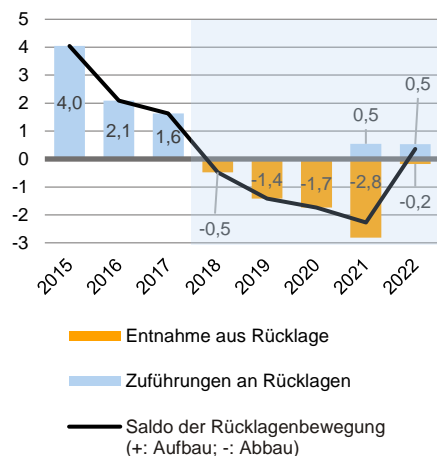


Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Saldo der Rücklagenbewegungen des Bundes im Haushalt und Finanzplan bis 2022

16

% Gesamtausgaben des Bundes



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Wie die Deutsche Bundesbank in ihrem Monatsbericht vom August 2018¹⁰ hervorhebt, haben Rücklagen – und aus der Schuldenbremse ausgeklammerte Extrahaushalte – jeweils Vor- und Nachteile. Ein Hauptvorteil der Nutzung von (Finanz-) Reserven besteht z.B. darin, dass diese in guten Zeiten aufgebaut werden können, um schließlich in schlechten Konjunkturphasen verstetigend auf die Finanzpolitik wirken zu können, in dem eine Kürzung auf der Ausgaben-seite durch Nutzung dieser Reserven verhindert werden kann. Sie können somit einer prozyklischen Finanzpolitik in Krisenphasen vorbeugen. Ebenso können ebensolche Finanzreserven dazu genutzt werden, größere und zeitlich schwer vorhersehende Ausgaben im Zeitablauf zu glätten (z.B. im Fall von Rüstungs-investitionen). Diesen zweifelsohne potenziell gewichtigen Vorteilen stehen aber auch teils gravierende Nachteile gegenüber. Insbesondere kann die Nachvoll-ziehbarkeit der Haushalts- und Finanzplanung durch den Einsatz einzelner bzw. den gleichzeitigen Einsatz einer Vielzahl an Sonderinstrumenten erheblich erschwert werden und die Transparenz darunter leiden. Dies trifft derzeit in Teilen auf die Finanzplanung des Bundes zu, deren Nachvollziehbarkeit ein immer größeres Expertenwissen voraussetzt. Zudem werden diese Sonderinstrumente nicht immer transparent, übersichtlich und vollständig dargestellt und deren Verwendung aus haushalterischer Sicht begründet.

Ein weiterer Nachteil beim Einsatz dieser Sonderinstrumente kann darin bestehen, wie am obigen Beispiel der Asylrücklage aufgezeigt, das trotz der Vorgaben der Schuldenregel der fiskalische Kurs in konjunkturell guten Phasen (wie derzeit) dank Auflösung von in vorangegangenen Haushaltsjahren aufgebauten Finanzreserven merklich gelockert werden kann. Verstetigend auf die Finanzpolitik wirkt sich dies dann nicht aus. Ebenso kann in diesem Fall ein wesentliches Ziel der Schuldenregel – nämlich sich in guten Konjunkturphasen bremsend auf die Finanzpolitik auszuwirken – von der Regierung umgangen werden. Kritisch wird es insbesondere dann, wenn mit der Verwendung von Rücklagen zur Deckung von dauerhaft angelegten Finanzierungsdefiziten strukturelle Fehlentwicklungen ermöglicht und verdeckt werden, da überbordende Ausgabensteigerungen innerhalb einer Legislaturperiode dank Rücklagenentnahmen finanziert werden können und dadurch die strukturell erforderlichen Anpassungen (Steuererhöhungen, Ausgaben-senkungen) bis zum vollständigen Verzehr der Finanzreserven in die Zukunft vertagt werden. In der gegenwärtigen Finanzplanung werden auf Seiten des Rücklageninstrumentes insbesondere die Asylrücklage eingesetzt, die im Planungszeitraum erheblich zur Deckung des strukturellen Defizits beiträgt (EUR 2 Mrd. 2018, EUR 5 Mrd. 2019, EUR 6 Mrd. 2020 und EUR 10 Mrd. 2021) (siehe Grafik „Saldo der Rücklagenbewegungen des Bundes“).

Ein weiteres Haushaltsinstrument, das die Nachvollziehbarkeit der gegenwärtigen Finanzplanung des Bundes zunehmend erschwert und oftmals nicht detailliert erläutert wird, ist die Verwendung sogenannter Globalposten. Diese kommen gegenwärtig sowohl auf der Einnahmen- als auch auf der Ausgabenseite zum Einsatz.

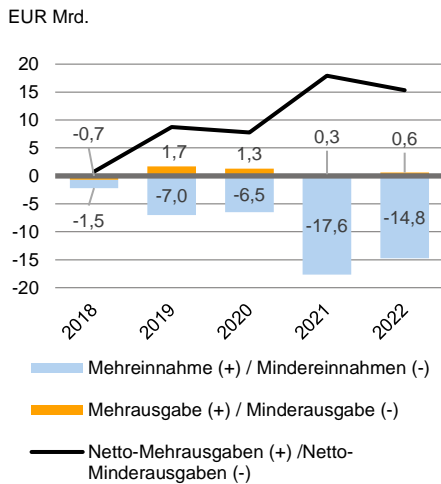
¹⁰ Siehe „Exkurs: Zur Nutzung von Rücklagen und Extrahaushalten bei Bund und Ländern“. Seite 70-74. Monatsbericht August 2018. Deutsche Bundesbank.



Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Saldo der Globalposten des Bundes im Haushalt und Finanzplan bis 2022

17

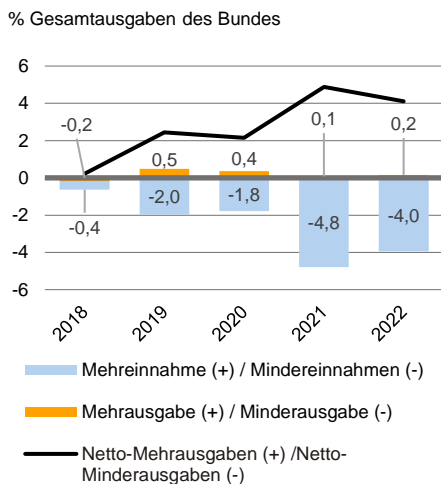


Sowohl globale Mehr-/Mindereinnahmen als auch globale Mehr-/Minderausgaben können u.a. zum Aufbau von zukünftig zu nutzenden fiskalischen Spielräumen eingesetzt werden¹¹. Auch dieses Instrument kommt in den aktuellen Finanzplanungen reichlich zum Einsatz. Während die globalen Mehrausgaben im Planungszeitraum einen Maximalwert von EUR 1,7 Mrd. (2019) erreichen, und als noch verfügbare Ausgabengröße aufgefasst werden können, betragen die globalen Mindereinnahmen schon erheblich größere Beträge (EUR 7,0 Mrd. 2019, EUR 6,5 Mrd. 2020, EUR 17,6 Mrd. 2021 und EUR 14,8 Mrd. 2022). Diese teils sehr großen Posten, die in einigen Haushaltsjahren einige Prozente an den Gesamtausgaben bzw. -einnahmen des Bundes erreichen (siehe Grafiken 17 und 18), können als potenziell frei verfügbare fiskalische Mittel (im Falle von positiven Netto-Mehrausgaben) bzw. als potenziell noch anstehender und näher zu spezifizierender Anpassungsbedarf (Ausgabenkürzungen oder Steuererhöhungen, im Falle von negativen Netto-Mehrausgaben) aufgefasst werden.

Fazit: Höhere Sozialtransfers lasten auf der langfristigen Tragfähigkeit der Staatsfinanzen – Nebenhaushalte und Rücklagen verdecken strukturelle Verschlechterung des Bundeshaushaltes

Saldo der Globalposten des Bundes im Haushalt und Finanzplan bis 2022

18



Insgesamt bleibt festzuhalten, dass die Lage der gesamtstaatlichen Haushalte auch in den kommenden Jahren äußert günstig bleiben dürfte – vorausgesetzt die Zinsen steigen nicht unerwartet kräftig und/oder die Wirtschaft stürzt in eine tiefe Rezession. Trotz prozyklischer Ausrichtung der Fiskalpolitik dürfte der gesamtstaatliche Finanzierungsüberschuss im Verhältnis zum BIP in den kommenden zwei Jahren über der 1%-Marke liegen und die gesamtstaatliche Verschuldungsquote bereits 2018, allerspätestens 2019, unter den Maastricht-Grenzwert von 60% sinken. Auf dem ersten Blick erscheint die Finanzpolitik somit insgesamt sehr solide. Allerdings verschlechtert sich die strukturelle Position des Staates (bereinigt um die positiven Konjunktoreffekte und den Saldo der finanziellen Transaktionen) zusehends, was im Fall eines Konjunktur einbruchs oder höherer Zinsen Haushaltsrisiken birgt. Entschärfend wirkt jedoch, dass die Finanzplanung des Bundes an einigen anderen Stellen vorsichtig erscheint (siehe die z.B. die teils großen Posten bei den globalen Mindereinnahmen). Ebenso ist aufgrund der aktuell äußerst günstigen fiskalischen Entwicklungen davon auszugehen, dass der Bund nicht – wie im Haushalt 2018 eingeplant – ein Defizit von EUR 1,9 Mrd. schreibt, sondern wahrscheinlich einen abermaligen Überschuss erwirtschaften dürfte, der die geplante Verausgabung der Asylrücklage weiter hinauszögern könnte. Auch wenn die Investitionen (Verkehr, Digitales) in nominalen Werten deutlich erhöht werden (im Vergleich zu 2017), bleibt Anstieg im Verhältnis zu den Gesamtausgaben ein temporärer. Ebenso fallen diese im Vergleich zu den Sozialtransfers noch immer bescheiden aus. So bleibt im Wesentlichen alles beim Alten. Von allem ein bisschen mehr und die drängenden Finanzierungsfragen (Rente) in die Zukunft (die neue Legislaturperiode) vertagen.

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

¹¹ Eine im Haushalt angesetzte globale Minderausgabe in Höhe von z.B. EUR 1 Mrd. bedeutet, dass der Bund auf der Ausgabenseite in dem betroffenen Haushaltsjahr noch EUR 1 Mrd. einsparen muss, um die Soll-Werte für die Gesamtausgaben zu erreichen. Umgekehrt impliziert eine globale Mehrausgabe, dass der Bund laut Planungen über Ausgabenmittel verfügt, deren Verwendung noch nicht näher erläutert ist. Globale Mindereinnahmen drücken die Einnahmen künstlich unter den Schätzwert, und stehen somit bei Erreichung des Schätzwertes (z.B. eines gewissen Steueraufkommens) als zusätzlicher fiskalischer Spielraum zur Verfügung.

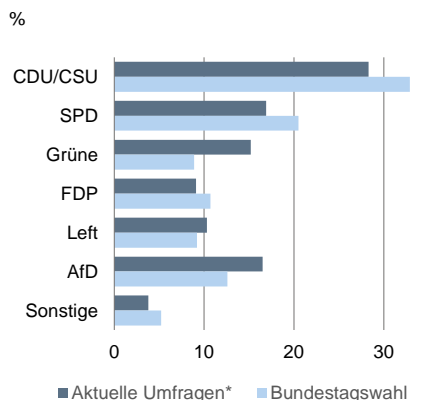


Anstehende Landtagswahlen: Bundeskanzlerin Merkel und ihre Regierung in schwerer See

Trotz großer externer Herausforderungen, etwa der Ausweitung des Handelskonfliktes zwischen den USA und China und dessen Implikationen für die deutschen Exporte oder der schwierigen Verhandlungen zwischen der EU und Großbritannien über einen Austrittsvertrag, war die Große Koalition in Berlin in den letzten Monaten in hohem Maß durch internes Krisenmanagement gebunden. Die Debatten und Ereignisse rund um die Abberufung des Präsidenten des Bundesamtes für Verfassungsschutz reflektierten nicht nur Meinungsunterschiede zwischen den Koalitionspartnern über den Umgang mit dem Thema Zuwanderung. Sie haben auch Spannungen verstärkt, weil die Abberufung des Präsidenten hauptsächlich von der SPD gefordert und forciert wurde, obwohl Herr Maaßen in dem umstrittenen Zeitungsinterview die Reputation der CDU-Kanzlerin angegriffen hatte. Der Umgang mit dieser Angelegenheit hat die Unzufriedenheit der SPD- und insbesondere der CDU/CSU-Fraktion mit der Koalition genährt, zumal die Regierung wegen der internen Auseinandersetzungen kurz vor dem Bruch stand.

Aktuelle Stärke der Parteien & Ergebnis der Bundestagswahl 2017

1



* Durchschnitt der Ergebnisse jüngster Umfragen führender Meinungsforschungsinstitute (Allensbach, Emnid, Forsa, Forschungsgruppe Wahlen, Infratest dimap, INSA)

Quelle: Wahlrecht.de (1. Oktober)

Der Unmut entlud sich am Dienstag vergangener Woche, als die Fraktion nicht den Vertrauten der Kanzlerin, den seit 13 Jahren amtierenden Volker Kauder, sondern dessen Herausforderer und Stellvertreter seit 2014, Ralph Brinkhaus, in geheimer Wahl mit überraschend deutlicher Mehrheit zu ihrem Vorsitzenden wählte. Dies gilt als Mahnung an die Kanzlerin und andere Parteivorsitzende. Es ist indes weniger ein Zeichen ausgeprägten Widerstandes gegen Angela Merkel innerhalb der Fraktion, sondern des Wunsches der Abgeordneten nach einem deutlicher erkennbaren bürgerlich-konservativen Profil der Koalitionspolitik und nach einer gewichtigeren Rolle bei der Gestaltung der Regierungspolitik. Das Unbehagen reicht zurück in die Zeit des Managements der Eurokrise, als Fraktionsdisziplin besonders groß geschrieben wurde.

Das wiedererstarbte Selbstbewusstsein der CDU/CSU-Fraktion dürfte den Spielraum der Kanzlerin für Kompromisse insbesondere auch auf europäischer Ebene einengen. Als erfahrener, pragmatischer, im Wirtschaftsflügel der Union verorteter Finanzexperte dürfte Ralph Brinkhaus, der mit dem Versprechen, Brücken zwischen den Lagern der Fraktion zu bauen, für seine Wahl warb, allerdings eine konstruktive Zusammenarbeit mit der Kanzlerin sicherstellen. Forderungen der Opposition, die Kanzlerin solle die Vertrauensfrage stellen, erwiesen sich als voreilig. Der Regierungssprecher hat dieses Ansinnen zeitnah zurückgewiesen. Ohnehin wäre ein entsprechendes Votum für die Kanzlerin sehr wahrscheinlich positiv ausgefallen, da andernfalls Neuwahlen gedroht hätten. Den Umfragen zufolge verhießen diese zum jetzigen Zeitpunkt den Regierungsparteien keine besseren Perspektiven. Im Durchschnitt der größeren Umfragen erreichen CDU/CSU und SPD zusammen kaum mehr als 45% und verfehlen die absolute Mehrheit damit klar.

Leistet Horst Seehofer gute Arbeit als Innenminister?

2

Ja		Nein
61	Anhänger der AfD	33
31	Anhänger von CDU/CSU	64
27	Anhänger der FDP	69
11	Anhänger der SPD	85
9	Anhänger der Grünen	87
8	Anhänger der Linken	92

Quelle: Deutschlandtrend, Infratest dimap 21. Sept. 2018

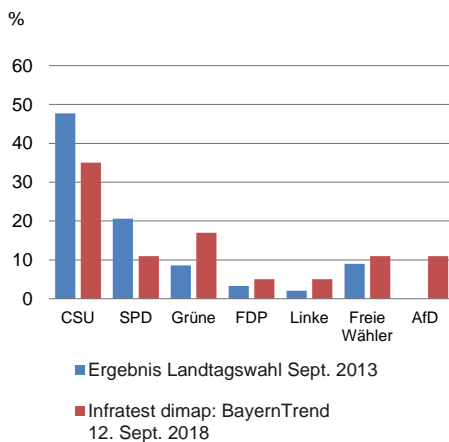
Allerdings wird die zukünftige Stärke des Gegenwindes für die Bundeskanzlerin maßgeblich von den Ergebnissen der Landtagswahlen in Bayern und Hessen abhängen. Mit Blick auf Erstere dürften die langwährenden Auseinandersetzungen über die Asylpolitik einer der Hauptgründe für die Umfragen zufolge möglichen Verwerfungen der politischen Landschaft Bayerns sein. Angesichts des signalisierten Verlustes ihrer absoluten Mehrheit, über die die Partei seit 1966 verfügt (mit Ausnahme der vorvergangenen Legislaturperiode 2008 bis 2013), sehen Beobachter die CSU im Krisenmodus. Schließlich ist die absolute Mehrheit überaus wichtig für das Selbstverständnis der CSU als Bayerns prägende politische Kraft sowie für deren besonderen politischen Einfluss auf Bundesebene.



Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Umfragewerte der Parteien in Bayern

3



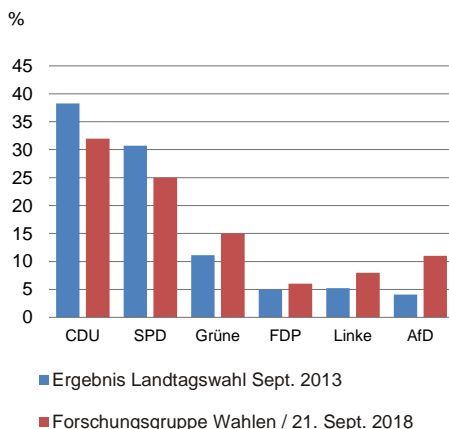
Quelle: Wahlrecht.de

Die Zufriedenheit der Wähler mit der Landesregierung in München und mit Ministerpräsident Söder nimmt ab, ungeachtet der sehr guten wirtschaftlichen Lage des Landes. Stattdessen bewegt die Wähler vor allem der Themenkreis Flüchtlinge, Einwanderung und Asylpolitik. 44% der Befragten benennen dies als „wichtigste Probleme in Bayern“ (infratest dimap: LänderTrend Bayern, September 2018).

Versuche von Bundesinnenminister Seehofer, das Profil der CSU zu schärfen und durch einen restriktiven asylpolitischen Kurs Boden gegenüber der AfD zurückzugewinnen – selbst auf Kosten einer Regierungskrise in Berlin –, zahlten sich in den Umfragen für seine Partei nicht aus. Die Werte für die CSU sind auf historische Tiefstände von zuletzt 35% gefallen (wobei indes 50% der Wähler noch unentschieden sind). Die gegenseitigen Schuldzuweisungen haben bereits begonnen, und ein so schlechtes Wahlergebnis würde wohl personelle Veränderungen in der CSU-Führung und im Bundeskabinett, einschließlich des Postens von Innenminister Seehofer, auslösen. Darüber hinaus dürfte die CSU vor schwierigen Koalitionsverhandlungen stehen. Darauf deutet die wahrscheinlich zersplitterte politische Landschaft hin – mit zwei Parteien rechts der CSU (AfD und Freie Wähler) und zwei links von ihr (Grüne und SPD) sowie mit gewissen Chancen der Linken und insbesondere der FDP, Sitze im Landtag zu erringen. Eine Zwei-Parteien-Koalition wäre aus heutiger Sicht rechnerisch allein mit den Grünen möglich, die anscheinend moderate Wähler von der CSU zu sich gezogen haben.

Umfragewerte der Parteien in Hessen

4



Quelle: Wahlrecht.de

Alle Augen sind zwar auf Bayern gerichtet, aber in Hessen mit dem Finanzplatz Frankfurt findet am 28. Oktober eine ebenfalls wichtige Landtagswahl statt. Ungeachtet einer weithin als effizient erachteten Regierungszeit kann die erste schwarz-grüne Regierung in einem der wirtschaftlich stärkeren Flächenstaaten Umfragen zufolge nicht sicher sein ihre Mehrheit wiederzuerlangen. Zwar wird die CDU wohl stärkste Partei bleiben, so dass Ministerpräsident Bouffier und damit ein langjähriger Unterstützer der Kanzlerin im Amt bleiben kann, jedoch würde ein signifikanter Stimmenverlust sicherlich als weiterer Rückschlag für die Politik von Angela Merkel und ihre Position in der CDU interpretiert werden. Zusammen mit einem wohl zweistelligen Ergebnis der AfD lassen Umfragen Mehrheiten nur für eine CDU-SPD-Koalition oder ein Bündnis von CDU, Grünen und FDP erkennen. Gegen eine Hessen-Groko sprechen indes traditionelle Animositäten auf beiden Seiten. Hingegen bestehen in Hessen durchaus Chancen für die Bildung einer Jamaika-Koalition, die zwar auf Bundesebene im Herbst vergangenen Jahres scheiterte, in Schleswig-Holstein aber bereits im Sommer 2017 gelang und seither Bestand hat.

Unser Basisszenario: Die Ergebnisse der Landtagswahlen dürften die Regierung Merkel nicht grundlegend erschüttern, gleichwohl wird sie in den kommenden Monaten aus mehreren Gründen mit anhaltendem Gegenwind rechnen müssen: 1) Zu erwartende ungünstige Ergebnisse dürften auch bei der SPD weitere innerparteiliche Auseinandersetzungen befeuern. 2) Der wahrscheinliche Verlust der CSU-Mehrheit in Bayern könnte Anlass für eine Umbildung des Bundeskabinetts sein. 3) In beiden Ländern, vor allem in Bayern, könnte die Auswahl der Koalitionspartner einige Zeit beanspruchen, mit entsprechender Bremswirkung auch auf politische Entscheidungsprozesse in Berlin. 4) Sollte die CSU eine Koalition mit den Grünen oder der SPD eingehen (müssen), wäre es für die Partei in Zukunft schwierig, auf Bundesebene bei asylpolitischen Fragen oder der Europapolitik als Vetospieler zu agieren. 5) Ein möglicherweise schwaches Resultat der CDU in Hessen zusätzlich zu erheblichen CSU-Verlusten würde die Macht und das Ansehen der Bundeskanzlerin in ihrer Partei und der Öffentlichkeit weiter beschädigen.

Mit Blick auf Angela Merkels Rückhalt in ihrer eigenen Partei und der Stabilität der Bundesregierung wird der CDU-Parteitag vom 6. bis 8. Dezember, bei dem ihre Wiederwahl als Parteivorsitzende ansteht, ein weiterer Meilenstein sein. Die



Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Kanzlerin hat Spekulationen, sie könnte den Vorsitz vorzeitig abgeben, indes (vorerst) den Boden entzogen. Letzten Donnerstag betonte sie einmal mehr, sie erachte es als strategisch wichtig, das Amt der Bundeskanzlerin zusammen mit dem der Parteivorsitzenden zu halten. Der neue Vorsitzende der Unionsfraktion Brinkhaus unterstützt eine erneute Kandidatur der Kanzlerin. Allerdings würde ein nicht auszuschließendes schwaches Wahlergebnis oder gar ein (unwahrscheinliches) Scheitern der Wiederwahl bei dem Parteitag eine neue politische Lage schaffen.

Barbara Böttcher (+49 69 910-31787, barbara.boettcher@db.com)

Dieter Bräuninger (+49 69 910-31708, dieter.braeuninger@db.com)

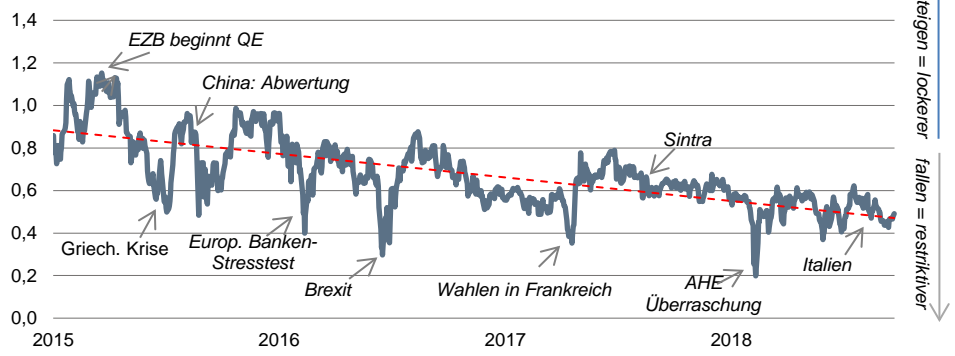


Geldpolitik im Euroraum: Ausstieg – welcher Ausstieg?

— Bei ihrem derzeitigen geldpolitischen Kurs hat die EZB die aktuell bestehenden Abwärtsrisiken im Blick. Sollten diese nicht eintreten, dürfte die nächste Phase des Ausstiegs – die erste Leitzinserhöhung – vor Jahresende 2019 anstehen.

Ausstieg – welcher Ausstieg? Zwar ist die EZB zuversichtlich, dass sich die Teuerung mittelfristig wieder an den Zielwert annähern wird und sie die Nettokäufe von Vermögenswerten beenden kann. Angesichts aktuell niedriger Inflationsraten und zahlreicher Risiken für den Ausblick will sie aber vorerst eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechterhalten. Zu diesem Zweck legte sie sich vorab darauf fest, ihr Reinvestitionsprogramm für längere Zeit nach Ende des Nettoerwerbs von Vermögenswerten weiterzuführen sowie die Leitzinsen mindestens über den Sommer 2019 und in jedem Fall so lange wie notwendig auf ihrem aktuellen Niveau zu halten. Zudem betonte sie ihre Bereitschaft, sofern erforderlich „alle Instrumente“ (einschließlich der Nettokäufe) zu nutzen.

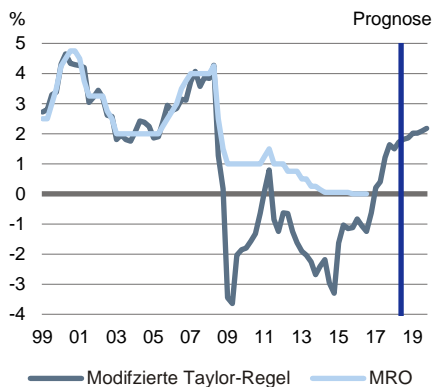
Finanzierungsbedingungen folgen weiterhin einem sich leicht abschwächenden (restriktiven) Trend



Quellen: Deutsche Bank Research, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics LP

Unsere modifizierte Taylor-Regel unterstützt den EZB-Ausstieg

2



Quellen: Deutsche Bank Research, EZB, Haver Analytics LP

Unsere modifizierte Taylor-Regel spricht nach wie vor für EZB-Ausstieg. Dementsprechend gehen wir weiterhin davon aus, dass die Nettokäufe zum Jahresende eingestellt werden. Bis dahin dürfte die EZB auch weitere Details zu ihrem Reinvestitionsprogramm bekanntgeben und in diesem Zusammenhang möglicherweise ihre Überlegungen zu „Twist“ Operations weiter untermauern. Damit es aufgrund der unterschiedlichen Laufzeitenprofile nicht zu Verzerrungen im Euroraum kommt, könnte sie überdies kurzfristig vom Kapitalschlüssel abweichen.

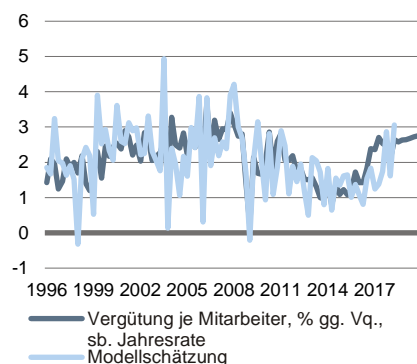
Wir halten zudem an unserer Erwartung fest, dass die EZB im September 2019 erstmals wieder die Leitzinsen anhebt. Voraussetzung hierfür ist, dass die Wirtschaft im Euroraum weiter leicht über Trend wächst und für einen Anstieg der Kerninflation auf 1,5% im Jahr 2019 sorgt – was freilich impliziert, dass Belastungen durch die momentan bestehenden Risiken (Autozölle, harter Brexit, Italienkrise) weitgehend ausbleiben. In diesem Fall gehen wir davon aus, dass die EZB zunächst den Einlagezins um 20 Bp. und den Refinanzierungssatz um 25 Bp. anhebt. Weitere Erhöhungen dürften im Abstand von jeweils sechs Monaten folgen. Bisher sind allerdings kaum Details zum Straffungszyklus bekannt – wenn man von Peter Praets Hinweis auf „kleinere Schritte“ absieht (noch mehr Interpretationsspielraum lässt Draghis „maßvolles Tempo“). Hier muss die EZB für mehr Klarheit sorgen und u.a. die Frage beleuchten, ob sich der Zinskorridor für die ständigen Fazilitäten im Gleichschritt bewegen soll.



Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Löhne steigen im Einklang mit unserem Modell

3



Quellen: Deutsche Bank Research, EZB, Haver Analytics LP

Zunehmend positive Effekte seitens der Fiskalpolitik. Im Gegensatz zu den Plänen der früheren Regierung, die eine Straffung von 0,8% vorsahen, wäre der finanzpolitische Kurs in Italien bei einem Haushaltsdefizit von 1,7% des BIP im Jahr 2019 neutral. Erreicht die Regierung dieses Ziel auf gütlichem Weg, sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass die positiven Effekte angesichts der Reaktionen an den Finanzmärkten verpuffen. Dann könnten auch andere Länder, wie z.B. Spanien, auf eine Lockerung der EU-Haushaltsregeln drängen. Gleichzeitig steigt der Druck, die Verteidigungsausgaben zu erhöhen, auch wenn das Ausmaß nach unserem Dafürhalten insgesamt begrenzt sein dürfte. In der Debatte um die von Frankreichs Präsident Macron geforderte Schaffung eines Euro-Haushalts kommt zudem Gegenwind von der deutschen Regierung, die stattdessen auf eine Umverteilung der Mittel im bestehenden EU-Haushalt drängt. Tatsächlich hätte Deutschland genügend Spielraum, um nicht in Anspruch genommene Mittel für andere Zwecke freizugeben, ohne ihr Ziel eines ausgeglichenen Haushalts zu gefährden. Insgesamt wurde die Finanzpolitik im Euroraum bisher kaum gelockert: um 0,3% des BIP im Jahr 2018 und 0,1% im Jahr 2019 (0,0% unter der früheren italienischen Regierung) – bei strikter Anwendung der EU-Regeln wäre sie allerdings um ca. 0,5% restriktiver. Ebenso wie die strukturellen Reformen geht der institutionelle Umbau zwar in die richtige Richtung, macht aber aus unserer Sicht zu wenig Fortschritte.

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

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



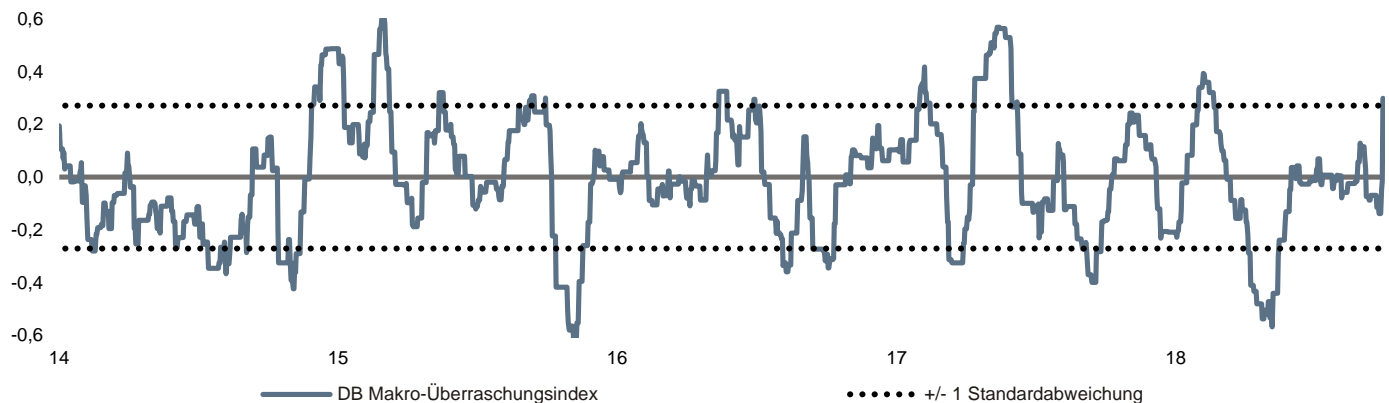
Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Der DB Makro-Überraschungsindex vergleicht den Wert der veröffentlichten Konjunkturdaten mit den Markterwartungen und liefert damit Hinweise über die Richtung künftiger Prognoseanpassungen.

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen



Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Letzte 20 veröffentlichte deutsche Konjunkturdaten

Bloomberg Ticker	Indikator	Berichtsmonat	Veröffentlichungsdatum	Aktueller Wert	Bloomberg Konsensus	Überraschung	Standardisierte Überraschung	Quantilsrang
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	8 2018	27.08.2018	103,9	101,8	2,1	0,0	1,0
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	7 2018	30.08.2018	5,0	5,2	-0,2	0,2	0,5
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	8 2018	30.08.2018	-10,0	-8,0	2,0	-0,1	0,4
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	7 2018	31.08.2018	-1,1	-0,2	-0,9	-0,5	0,3
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	8 2018	03.09.2018	55,9	56,1	-0,2	-0,2	0,3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	8 2018	05.09.2018	55,0	55,2	-0,2	-0,2	0,4
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	7 2018	06.09.2018	-0,9	1,8	-2,7	-1,3	0,1
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	7 2018	07.09.2018	15,3	20,0	-4,7	-1,7	0,0
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	7 2018	07.09.2018	-1,1	0,2	-1,3	-1,0	0,1
GRTBALE Index	Handelsbilanz (EUR Mrd.)	7 2018	07.09.2018	16,5	19,5	-3,0	-1,3	0,1
GRBTIMMM Index	Importe (% gg. Vm.)	7 2018	07.09.2018	2,8	0,1	2,7	1,1	0,9
GRBTEXMM Index	Exporte (% gg. Vm.)	7 2018	07.09.2018	-0,8	0,3	-1,1	-0,6	0,2
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	9 2018	11.09.2018	76,0	72,0	4,0	0,5	0,7
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	9 2018	11.09.2018	-10,6	-13,0	2,4	0,3	0,7
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	8 2018	13.09.2018	2,0	2,0	0,0	0,2	0,3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	9 2018	21.09.2018	56,5	56,5	0,0	0,0	0,5
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	9 2018	21.09.2018	53,7	53,7	0,0	0,0	0,5
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	9 2018	24.09.2018	103,7	103,2	0,5	0,0	0,8
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	9 2018	27.09.2018	2,3	2,0	0,3	2,1	1,0
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	9 2018	28.09.2018	-23,0	-9,0	14,0	0,4	0,7

Neu berechnet von Marc Schattenberg und Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)

Quelle: Heiko Peters (2014). DB Makro-Überraschungsindex Deutschland. Ausblick Deutschland, 4. August 2014.



Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Deutschland: Termine der Finanz-, der Wirtschafts- und der Europapolitik

Datum	Ereignis	Anmerkungen
1. Okt.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Thematische Debatte über Wachstum u. Beschäftigung: nationale automatische Stabilisatoren; Vorbereitung internationaler Treffen sowie der Oktober-Tagung des Rates.
14. Okt.	Landtagswahl in Bayern	Den Umfragen zufolge wird die CSU die absolute Mehrheit der Sitze im Landtag verlieren. Die Bildung einer neuen Staatsregierung dürfte schwierig werden. Mögliche Koalitionspartner könnten die Grünen oder die SPD sein. Ein schlechtes Abschneiden der CSU könnte auch zu personellen Veränderungen im Bundeskabinett führen.
18. Okt.	Europäischer Rat, Brüssel	Im Mittelpunkt des Treffens dürften Fragen Asylpolitik, insbesondere des Grenzschutzes und der Hilfen für Herkunfts- und Transitländer, sowie die Verhandlungen über ein Brexit-Abkommen stehen. Letzteres könnte auch Gegenstand eines möglichen Sondergipfels im November sein.
25. Okt.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Die EZB dürfte sich zur Einschätzung potenzieller Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum äußern. Wir gehen aber davon aus, dass genügend Vertrauen in die Inflationsentwicklung existiert, sodass die EZB die Nettoanleihekäufe, wie angedeutet, zum Jahresende auslaufen lässt. Wir erwarten die erste Anhebung des Einlagensatzes um 20 Bp sowie des Refinanzierungssatzes um 25 Bp im September 2019. Den nächsten Zinsschritt (im selben Ausmaß) erwarten wir im März 2020.
28. Okt.	Landtagswahl in Hessen	Die Umfragen deuten darauf hin, dass die Koalition von CDU und Grünen ihre Mehrheit verlieren wird. Möglich erscheinen aus heutiger Sicht eine Jamaika-Koalition von CDU, Grünen und FDP oder eine große Koalition nach Berliner Muster. Sollten CSU und CDU am 14. bzw. 28. Oktober sehr schlecht abschneiden, könnte es erhebliche Unruhe in beiden Parteien geben, was auch die Position von Kanzlerin Merkel als CDU-Vorsitzende weiter schwächen dürfte.
5./6. Nov.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Thematische Debatte über Wachstum u. Beschäftigung: finanzielle Stabilität im Eurogebiet, Bankenunion u.a.
3./4. Dez.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	U.a. Bewertung der Entwürfe der Haushaltspäne der Länder des Eurogebietes, Implikationen der Herbstprognosen der EU-Kommission, möglicherweise Implementierung von Defizitverfahrens gem. Stabilitäts- und Wachstumspakt, Beschluss des Arbeitsprogramms für H1 2019.
6.-8. Dez.	CDU-Parteitag, Hamburg	Im Mittelpunkt des öffentlichen Interesses stehen die Wahlen für den Parteivorstand. Kanzlerin Merkel will sich erneut zur Wahl als Vorsitzende stellen. Bei ihrer letzten Wahl im Dezember 2016 erhielt sie 89,5% der Delegiertenstimmen. Schlechter schnitt sie nur 2004 ab (88,4%, bestes Ergebnis 2012: 97,9%).

Quelle: Deutsche Bank Research

Dieter Bräuninger (+49 69 910-31708, dieter.braeuninger@db.com)
Marc Schattenberg (+49 69 910-31875, marc.schattenberg@db.com)



Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
5 Okt 2018	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	August	1,0	-0,9
8 Okt 2018	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	August	1,2	-1,9
9 Okt 2018	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	August	17,6	15,8
9 Okt 2018	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	August	0,2	-0,8
9 Okt 2018	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	August	-1,6	2,8
24 Okt 2018	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Oktober	54,8	53,7
24 Okt 2018	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Oktober	57,0	56,5
25 Okt 2018	10:00	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Oktober	104,0	103,7
30 Okt 2018	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Oktober	5,1	5,1
30 Okt 2018	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	Oktober	2,2	2,3
31 Okt 2018	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	September	0,5	-0,1

*lt. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt, Bundesagentur für Arbeit, ifo, IHS Markit

Marc Schattenberg, Sebastian Becker & Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)



Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	2,125	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,50	0,05	0,75	1,50	0,17	1,50
Dez 18	2,375	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,30	1,50
Mrz 19	2,625	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	0,05	0,75	1,50	0,50	1,50
Jun 19	2,875	-0,10	0,00	0,75					1,50	0,85	1,75

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	2,40	0,05	-0,32	0,80
Dez 18	2,73	0,05	-0,30	0,80
Mrz 19	2,93	0,05	-0,30	0,80
Jun 19	3,18	0,05	-0,30	0,80

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	3,07	0,13	0,47	1,52
Dez 18	3,50	0,10	0,90	1,70
Mrz 19	3,60	0,10	0,95	1,75
Jun 19	3,60	0,10	1,00	1,75

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,16	113,47	0,89	1,30	1,13	10,25	7,46	9,47	4,25	324,37	25,72
Dez 18	1,17	108,00	0,85	1,38	1,12	10,70		9,40	4,30	325,00	25,40
Mrz 19	1,21	105,50	0,86	1,41	1,14	10,50		9,30	4,33	330,00	25,20
Jun 19	1,25	103,00	0,87	1,44	1,15	10,30		9,20	4,35	335,00	25,00

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Deutschland: Datenmonitor

	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Apr 2018	Mai 2018	Jun 2018	Jul 2018	Aug 2018	Sep 2018
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	103,8	105,1	104,3	102,3	103,1	102,5	102,4	102,0	101,7	103,9	103,7
ifo Geschäftserwartungen	102,0	103,0	100,7	98,6	100,1	98,7	98,6	98,6	98,1	101,3	101,0
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	107,8	109,0	108,0	104,9	104,5	105,0	104,9	104,8	104,1	104,9	104,5
Produktion (% gg. Vp.)	1,7	0,9	0,1	0,3		-1,5	2,5	-0,7	-1,9		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	2,1	3,4	-2,2	-1,6		-1,5	2,6	-3,9	-0,9		
Grad der Kapazitätsauslastung	86,9	87,7	88,2	87,8	87,8						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	-0,4	-1,0									
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	-1,7	10,3	-1,6	-4,0		2,3	4,2	-4,1	1,9		
ifo Bauhauptgewerbe	109,8	110,6	110,2	111,6	116,5	111,5	111,9	111,4	115,4	116,5	117,7
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung	4,1	5,5	6,7	5,5	4,5	6,1	5,9	4,6	4,5	4,4	4,5
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,1	0,5	-0,3	1,5		2,0	-1,4	1,1	-1,1		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	0,3	4,2	4,0	1,9		8,0	-5,8	4,2	12,3	24,7	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	3,5	4,9									
Exporte (% gg. Vp.)	0,7	2,5	-0,2	1,1		-0,2	1,7	0,1	-0,8		
Importe (% gg. Vp.)	0,2	2,8	0,0	2,6		2,1	1,1	1,3	2,8		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	62,4	63,2	62,5	59,3		19,6	20,4	19,3	15,8		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	5,7	5,5	5,4	5,2	5,2	5,3	5,2	5,2	5,2	5,2	5,1
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-28,7	-52,0	-68,0	-41,0	-35,3	-9,0	-12,0	-15,0	-7,0	-10,0	-23,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,4	1,3	1,4	1,3		1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	
ifo Beschäftigungsbarometer	103,3	104,0	104,7	103,8	104,7	103,3	104,2	104,0	104,1	105,1	104,8
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	1,7	1,6	1,4	1,9	2,1	1,4	2,2	2,1	2,1	1,9	2,2
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,5	1,3	1,3	1,2	1,2	1,0	1,5	1,1	1,2	1,1	1,2
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	2,7	2,5	2,0	2,6		2,0	2,7	3,0	3,0		
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	4,2	-5,6	-12,4	2,6		-6,3	5,9	9,2	0,9	-0,2	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	52,2	61,5	66,9	74,5		72,0	76,9	74,4	74,3	72,5	78,6
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	16,3	16,0	16,4	17,3	21,4	15,1	16,8	19,9	20,7	21,9	21,5
EC Unternehmensumfrage	10,2	14,2	15,0	13,8	15,8	14,6	12,1	14,6	15,1	15,9	16,5
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	1,7	1,2	2,5	1,8							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	2,5	2,8	3,0							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	2,5	2,6	3,5	1,4							
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	4,7	4,3	3,3	3,6		3,5	4,2	3,6	3,8		
Trend von M3*						3,3	3,7	3,8	3,9		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	3,9	4,2	4,3	4,3		4,3	4,1	4,3	4,2		
Kredite an öffentliche Haushalte	5,5	-2,9	-20,0	-7,0		-8,7	-8,8	-7,0	-5,8		

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

Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bundesbank, Europäische Kommission, Eurostat, Statistisches Bundesamt, HWWI, ifo, Markit



Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde



Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

© Copyright 2018. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten. Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen. In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.