



5. Februar 2019

## Die R-Frage

### Autoren

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

Eric Heymann  
+49 69 910-31730  
eric.heymann@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](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis	Seite
Prognosen .....	2
Deutsche Konjunktur: Die R-Frage .....	3
Investitionen: Der Funke springt nicht über 11	
Rekordüberschuss trotz Konjunkturab-	
schwung – brauchen wir jetzt staatliche	
Konjunkturhilfen? .....	13
EZB-Politik in der Schwebe .....	18
Datenkalender .....	22
Datenmonitor .....	23
Finanzmarktprognosen .....	24

Original in englischer Sprache:  
1. Februar 2019

**Deutsche Konjunktur: Die R-Frage.** Angesichts der im Januar weiter sinkenden Konjunkturumfragen – wobei insbesondere die weiter in die Zukunft reichenden Komponenten enttäuschten – erwarten wir, dass die deutsche Wirtschaft im ersten Quartal erneut geschrumpft sein dürfte. Da wir noch keine belastbaren Daten zu Q4 haben, und angesichts widersprüchlicher Signale lassen wir derzeit unsere Prognose, dass das deutsche BIP in 2019 um 1% zulegen dürfte, unverändert, erwarten aber, sie am 22. Februar um einige zehntel Prozentpunkte reduzieren zu müssen. Es sei denn, die an diesem Tag publizierten Details zum Q4-BIP oder die bis dahin veröffentlichten Konjunkturindikatoren überraschten uns sehr positiv. Mit einer knapp positiven Rate für das Q4-BIP könnte eine technische Rezession um Haaresbreite vermieden werden. Allerdings zeigt die Entwicklung einer Reihe wichtiger Konjunkturindikatoren, dass sich die deutsche Wirtschaft zumindest aktuell auf eine zubewegt.

**Investitionen: Der Funke springt nicht über.** Die Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland nahmen 2018 um real 4,5% zu. Schon für 2019 und 2020 rechnen wir mit niedrigeren Wachstumsraten von deutlich unter 3% pro Jahr, wobei gegenwärtig die Abwärtsrisiken überwiegen.

**Rekordüberschuss trotz Konjunkturabschwung – brauchen wir jetzt staatliche Konjunkturhilfen?** Trotz Konjunkturabschwung erzielte der Gesamtstaat 2018 einen Rekordüberschuss von EUR 59,2 Mrd. (1,7% des BIP). Aufgrund trüberer Konjunkturaussichten dürften die ganz fetten Jahre aber passé sein. Wir gehen davon aus, dass der Haushaltsüberschuss auf 1% des BIP 2019 und 0,8% 2020 sinken dürfte. Angesichts des Wirtschaftsabschwungs plädieren einige Politiker für Steuersenkungen, um das Wachstum zu fördern. Unserer Einschätzung nach sind Steuersenkungen zwar strukturell geboten, aus konjunktureller Sicht aber nicht nötig, da die Produktionslücke noch immer positiv ist.

**EZB-Politik: In der Schwebe.** Welchen Kurs die EZB künftig einschlägt, hängt davon ab, wie hoch sie das Risiko einer länger anhaltenden Wachstumsschwäche einschätzt. Zwar haben sich nach Ansicht des Rats inzwischen die Wachstumsrisiken nach unten verschoben. Wie lange dies anhalten könnte, war unter den Mitgliedern allerdings umstritten. Für mehr Klarheit dürften die aktualisierten Projektionen der EZB-Experten sorgen, die dem Rat am 7. März vorliegen werden.



## Die R-Frage

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P
Euroland	1,8	1,2	1,3	1,7	1,4	1,7	2,7	2,3	2,0	-0,8	-1,0	-1,0
Deutschland	1,5	1,0	1,4	1,9	1,7	1,4	7,1	6,4	6,0	1,7	1,0	0,8
Frankreich	1,5	1,4	1,3	2,1	1,0	1,9	-0,4	-0,3	-0,2	-2,5	-3,2	-2,0
Italien	0,8	0,7	0,9	1,2	1,3	1,6	2,5	2,2	2,2	-2,2	-2,8	-2,7
Spanien	2,5	2,4	2,1	1,7	1,5	2,1	1,4	1,2	1,0	-2,7	-2,2	-1,8
Niederlande	2,5	1,9	1,8	1,6	2,2	1,8	10,2	9,9	9,7	0,8	0,6	0,4
Belgien	1,5	1,4	1,4	2,3	2,1	1,8	0,3	0,4	0,5	-1,1	-1,3	-1,4
Österreich	2,6	1,9	1,8	2,1	1,8	1,8	2,2	2,3	2,5	-0,2	0,1	0,3
Finnland	2,4	1,9	1,8	1,2	1,2	1,6	-0,5	0,0	0,5	-0,7	-0,7	-0,6
Griechenland	2,0	1,9	1,8	0,8	1,5	2,5	-1,0	-0,6	-0,3	0,6	1,1	1,3
Portugal	2,2	1,7	1,5	1,2	1,1	1,8	-0,1	0,0	0,0	-0,8	-0,7	-0,6
Irland	6,4	3,4	3,3	0,7	0,9	1,2	11,0	10,0	9,0	0,0	0,0	0,3
Großbritannien	1,3	1,6	1,4	2,5	2,0	2,1	-3,5	-3,3	-3,0	-1,1	-1,4	-1,4
Dänemark	1,5	1,9	1,7	0,7	1,5	1,8	6,1	6,2	6,1	0,1	-0,2	0,2
Norwegen	2,4	2,1	2,0	2,8	2,1	2,0	6,2	6,0	6,1	5,4	5,3	5,2
Schweden	2,4	2,0	1,9	2,0	1,9	1,9	2,8	3,1	3,1	1,1	0,9	0,6
Schweiz	2,6	1,4	1,6	0,9	0,8	1,1	10,3	10,3	10,7	0,7	0,5	0,4
Tschech. Rep.	3,0	2,9	2,8	2,1	2,0	1,9	0,7	0,6	0,5	1,0	0,4	0,1
Ungarn	4,7	3,6	3,1	2,9	2,9	3,0	1,9	1,5	1,2	-2,3	-2,0	-1,8
Polen	5,1	3,5	3,2	1,8	2,4	2,9	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0	-1,8	-2,4
USA	2,9	2,5	2,1	2,4	1,5	2,2	-2,5	-3,5	-3,5	-3,9	-4,6	-4,5
Japan	0,7	0,7	0,2	1,0	0,4	0,7	3,5	3,6	4,1	-2,5	-2,2	-2,0
China	6,6	6,1	6,0	2,1	2,4	2,6	0,4	-0,2	-0,4	-3,5	-4,5	-4,0
Welt	3,8	3,5	3,5	3,3	3,1	3,1						

\*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.

	2017	2018P	2019P	2020P	2019				2020			
					Q1	Q2	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	2,2	1,5	1,0	1,4	-0,2	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2
Privater Konsum	1,8	1,0	1,1	1,4								
Staatsausgaben	1,6	1,1	1,7	1,3								
Anlageinvestitionen	2,9	3,1	3,2	2,8								
Ausrüstungen	3,7	4,5	2,7	2,4								
Bau	2,9	3,0	4,2	3,8								
Lager, %-Punkte	0,1	0,4	0,3	-0,1								
Exporte	4,6	2,4	2,1	3,2								
Importe	4,8	3,4	3,7	3,9								
Nettoexport, %-Punkte	0,2	-0,2	-0,6	-0,1								
Konsumentenpreise*	1,7	1,9	1,7	1,4								
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,2	4,9	4,8								
Industrieproduktion**	2,9	1,5	0,5	1,0								
Budgetsaldo, % BIP	1,0	1,7	1,0	0,8								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	63,9	60,0	57,2	54,5								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	8,0	7,1	6,4	6,0								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	261,2	241	226	220								

\*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



## Deutsche Konjunktur: Die R-Frage

Der Start in das Jahr 2019 ist der deutschen Wirtschaft anscheinend gründlich misslungen. Zwar hatte das Statistische Bundesamt vor einigen Wochen noch ein leichtes Plus für das BIP im Schlussquartal in Aussicht gestellt, die seitdem aufgelaufenen Daten haben allerdings Sorgen weiter verstärkt, dass diese Einschätzung zu optimistisch sein könnte.

Aber selbst wenn das Amt am 14. Februar seine Einschätzung bestätigen sollte, rechnen wir nun damit, dass das BIP in Q1 2019 erneut sinken dürfte. In diese Richtung deuten die kräftigen Januar-Rückgänge beim ifo Index und dem Einkaufsmanagerindex (PMI), die vor allem durch die nach vorne blickenden Komponenten getrieben wurden. Beim ifo Index ist die Erwartungskomponente um 3,1 Punkte eingebrochen, der drittstärkste Rückgang seit 2007. Beim PMI schlugen die Rückgänge bei den Beurteilungen des Auftragseingangs sowohl in der Industrie als nunmehr auch im Bereich der Dienstleistungen überdurchschnittlich zu Buche.

Im Dezember ist die globale wirtschaftspolitische Unsicherheit massiv gestiegen und hat einen neuen Rekordstand erreicht. Im Verlauf des Januars haben einige Sorgen (Brexit, Konjunkturschwäche in China) wohl weiter zugenommen und im Moment fällt es schwer zu hoffen, dass sich daran bis Ende März viel ändern könnte. Einen Lichtblick könnten die amerikanisch-chinesischen Handelsgespräche liefern. Aber die Erfahrung lehrt, dass solche „Deals“ häufig nicht halten, was die Politiker bei Abschluss versprechen. Außerdem könnte ein „Erfolg“, die US-Seite veranlassen, ihre Anstrengungen nunmehr auf Europa zu lenken, wo der Handelskonflikt derzeit auf Eis liegt. Diese Sorgen dürfte insbesondere die deutsche Autoindustrie umtreiben, die sich ohnehin nur sehr schleppend von den WLTP-induzierten Einbrüchen des vergangenen Jahres zu erholen scheint und schon mit weiteren Herausforderungen (Streiks bei Zulieferern, Falschangaben beim Kraftstoffverbrauch) zu kämpfen hat.

Zwar geben Modelle zur Schätzung von Rezessionswahrscheinlichkeiten derzeit noch keine klaren Warnsignale. Analysen des Sachverständigenrates zeigen aber, dass diese in der Vergangenheit erst eindeutige Signale gegeben haben, wenn die Rezession schon einige Monate am Laufen war. Außerdem tendieren Ökonomen dazu, die Augen vor einer beginnenden Rezession zu verschließen (Status quo-Bias) und solange krampfhaft von einer „vorübergehenden Schwächephase“ oder Ähnlichem zu reden, bis diese Sicht durch die Faktenlage erdrückt wird. Erschwert wird die Analyse dadurch, dass an einem bestimmten Punkt der Wahrnehmungsmodus in den Unternehmen und bei den Konsumenten kippt und selbstverstärkende Prozesse greifen (Bestätigungs-Bias). Es sind genau diese Regimewechsel, die ein geldpolitisches Gegensteuern – auch schon in früheren Phasen, in denen sich die Zinsen auf normaleren Niveaus befanden – so schwer machen. Diese Tipping points kann man nicht in Echtzeit identifizieren; wir befürchten aber, an einem solchen Punkt angelangt zu sein.

Wegen der unsicheren Q4-Datenbasis, die auch für die einzelnen Verwendungskomponenten erhebliche Auswirkung auf die jahresdurchschnittliche Wachstumsrate für 2019 hat, belassen wir im Moment unsere BIP-Prognose für 2019 noch bei 1%, werden aber diese nach dem 22. Februar wohl erneut um einige zehntel Prozentpunkte absenken müssen – es sei denn, die dann veröffentlichten Details zum Q4-BIP und die bis dahin publizierten monatlichen Konjunkturindikatoren beinhalteten massive positive Überraschungen. Eine technische Rezession könnte je nach Q4-Ergebnis vielleicht um Haaresbreite vermieden werden. Allerdings deutet die Entwicklung vieler Einzelindikatoren an, dass Deutschland sich derzeit in eine Rezession bewegt.



## Gab es tatsächlich Wachstum in Q4?

Das Statistische Bundesamt hatte, nach dem BIP-Rückgang um 0,2% in Q3, vor drei Wochen für das Schlussquartal wieder ein kleines Plus in Aussicht gestellt. Vor dem Hintergrund der schwachen Industrieproduktion im November (-1,9% gegen Vormonat) und der anhaltenden Rückgänge bei ifo und PMI hat die Zuversicht bereits damals überrascht. Nach dem am 31. Januar veröffentlichten Einbruch der Einzelhandelsumsätze um 4,3% im Dezember erscheint – zumindest auf Basis unserer Brückenmodelle – ein erneuter Rückgang des BIP sehr wahrscheinlich. Es sei denn, die Industrieproduktion legt im Dezember um deutlich über 2% zu, was angesichts der schwachen Umfrageergebnisse eher unwahrscheinlich ist. Allerdings wies das Bundesamt darauf hin, dass es bei den Dezember-Einzelhandelsumsätzen üblicherweise zu erheblichen Nachmeldungen kommt, was im Durchschnitt der letzten fünf Jahre zu einer Aufwärtsrevision um 2,5 Prozentpunkte geführt hat. Aber selbst dann könnte das BIP immer noch geschrumpft sein.

## Ökonomen sind auf dem Rezessions-Auge blind

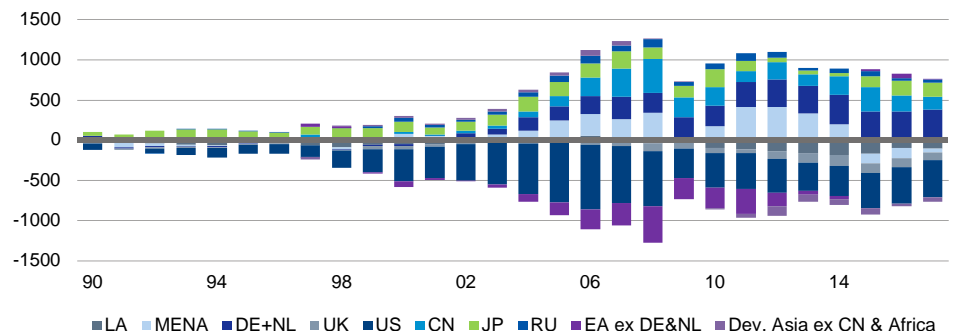
Ökonomen haben große Schwierigkeiten, konjunkturelle Wendepunkte zu prognostizieren. Beim frühzeitigen Erkennen von Rezessionen ist ihre Trefferquote noch schlechter. Am Ausbruch der großen Finanz- und Wirtschaftskrise in 2007 erklärte der Chefökonom der OECD, dass in der OECD insgesamt das Wachstum im Rest von 2007 und 2008 wohl über der Potenzialrate liegen werde, unterstützt durch eine dynamische Entwicklung in den Schwellenländern und günstige Finanzierungsbedingungen.<sup>1</sup> Ähnlich der Sachverständigenrat in Deutschland, der in seinem im November 2007 veröffentlichten Jahresgutachten zwar die „virulent gewordene Krise an den Finanzmärkten“ attestierte, aber für 2008 ein Wachstum von 1,9% prognostizierte und erklärte, „diese Abschwächung der Dynamik ist aber noch kein Indiz dafür, dass der Aufschwung zum Erliegen kommt oder gar eine Rezession bevorsteht“.

Dabei erscheinen – zumindest im Nachhinein – die Warnzeichen der 2008/09-Rezession so offensichtlich: massive Leistungsbilanzungleichgewichte großer Volkswirtschaften und der dramatische Aufbau privater und staatlicher Verschuldung, der durch eine zu expansive Geldpolitik begünstigt wurde. Ob uns dieser Erkenntnisgewinn allerdings bei der Identifikation der nächsten Rezession einen Vorteil bringt, ist zumindest derzeit noch eine offene Frage.

Globale Ungleichgewichte

1

Leistungsbilanzen in USD Mrd.



Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

<sup>1</sup> Cotis, J.P. (2007). 'Overview', OECD Economic Outlook, May, OECD.

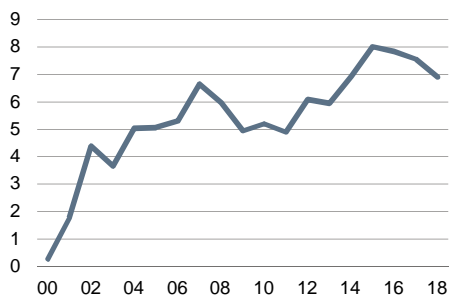


## Die R-Frage

Deutschland: Nettoexport

2

% des BIP

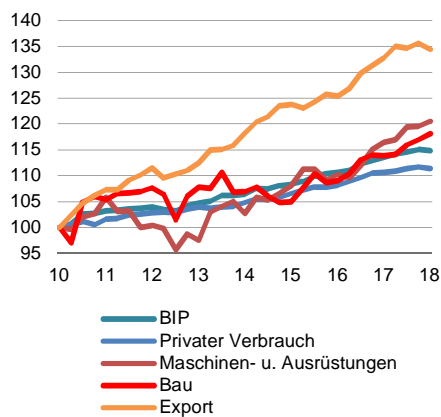


Quelle: Deutsche Bank Research

Exporte: Starker Treiber der 9-jährigen BIP-Expansion

3

Q3/2010 = 100



Quellen: Deutsche Bank Research, Deutsche Bundesbank

Aktuell wird häufig argumentiert, dass sich die Situation an diesen beiden Fronten beruhigt hat und daher Sorgen über eine bevorstehende Rezession zumindest in der Eurozone oder in Deutschland übertrieben seien. In der Tat haben sich die globalen Leistungsbilanzungleichgewichte seit 2008 deutlich reduziert, wenngleich ihre Niveaus in der längerfristigen Betrachtung immer noch hoch erscheinen. Dabei hat sich allerdings die Exportabhängigkeit der deutschen Volkswirtschaft, gemessen an dem Anteil des Nettoexports am BIP, seit seinem Höchststand von 8% in 2015 nur leicht auf 6,9% in 2018 reduziert. Er liegt damit immer noch etwas über den Niveaus von 2007/08.

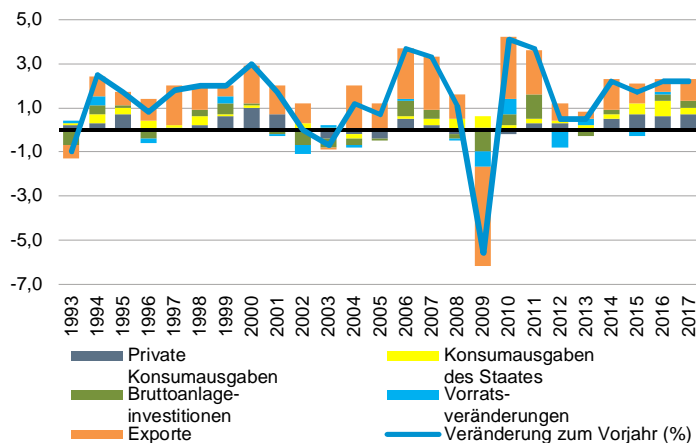
### Deutschland immer noch sehr exportabhängig

Wie stark der Export die Erholung der deutschen Wirtschaft getrieben hat, wird in Grafik 3 deutlich. Der Außenbeitrag ist zwar in 2018 um 0,2 %-Punkte geschrumpft, allerdings unterzeichnet diese Größe die tatsächliche Bedeutung des Exports. In seinem letzten Jahresgutachten hat der Sachverständigenrat anhand der Input-Output-Rechnung die anteiligen Importe auf die Verwendungskomponenten verteilt, anstatt sie lediglich von dem Export abzuziehen. Dadurch reduzierten sich die Wachstumsbeiträge des privaten Verbrauchs und der Investitionen deutlich, während der (tatsächliche) Nettoexport mit knapp einem Prozentpunkt immer noch knapp die Hälfte zum BIP-Wachstum in 2017 beitrug. So berechnet dürften wohl die Nettoexporte auch in 2018 leicht zugelegt haben und nicht, wie in der VGR ausgewiesen, 0,2 Prozentpunkte Wachstum gekostet haben. Diese Betrachtung relativiert auch die weit verbreitete Auffassung, dass der Aufschwung zuletzt ausschließlich durch die Binnennachfrage getrieben wurde und die deutsche Wirtschaft somit relativ immun gegenüber außenwirtschaftlichen Störungen sei.

Importbereinigte Wachstumsbeiträge\*

4

%-Punkte



\*Bei dieser Methode werden der Importgehalt jeder Verwendungskomponente geschätzt und darauf aufbauend importbereinigte Werte erstellt. Der importbereinigte Wachstumsbeitrag einer Komponente misst den Beitrag dieser zum Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Sachverständigenrat

Bei der Verschuldungssituation gibt es zumindest international noch weniger Grund zur Entwarnung. Zwar hat sich in einigen der stark von der Staatsschuldenkrise betroffenen europäischen Länder die Verschuldung der Unternehmen und der privaten Haushalte deutlich reduziert, sie ist dafür aber in einigen Schwellenländern, insbesondere in China, deutlich gestiegen. Zudem mehren sich die Befürchtungen, dass angesichts der lange extrem niedrigen Zinsen



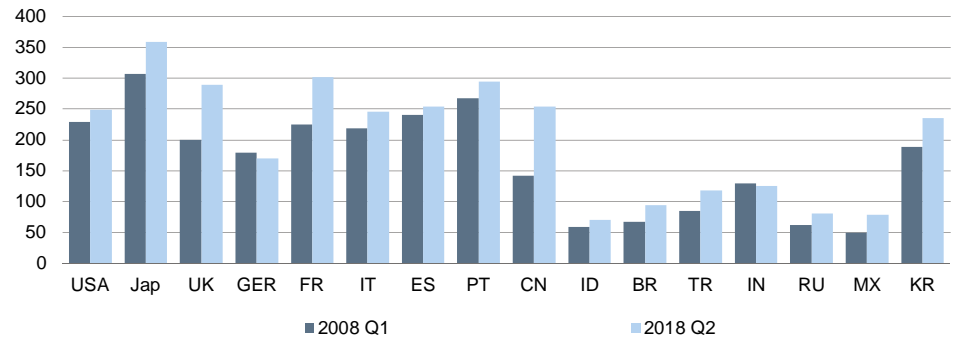
## Die R-Frage

auch in Deutschland sogenannte Zombieunternehmen entstanden sein könnten und sich die Kreditqualität bei den Ausleihungen an Unternehmen in einigen Bereichen verschlechtert hat. Bei der Staatsverschuldung fallen die Fortschritte, von einigen Ausnahmen abgesehen, ebenfalls bescheiden aus.

Gesamtverschuldung seit 2008 weiter gestiegen

5

Schulden (ohne Finanzsektor) in % des BIP



Quelle: BIS

## Was ist überhaupt eine Rezession?

Die Frage nach Rezessionswahrscheinlichkeiten setzt zunächst eine Definition voraus, was denn unter einer Rezession zu verstehen ist. In der breiteren Öffentlichkeit wird darunter häufig ein Rückgang des realen BIP gegen Vorquartal in zwei aufeinander folgenden Quartalen verstanden (technische Rezession). Diese simple Regel macht die Identifikation entsprechend einfach. Ein derartiger Rückgang kann aber durch eine Sonderentwicklung in einem wichtigen Bereich der Volkswirtschaft oder auch durch temporäre Ereignisse verursacht werden. Daher wird in der ökonomischen Praxis (NBER) eine Rezession definiert als ein deutlicher Rückgang der Volkswirtschaft, der sich in einer Reihe makroökonomischer Indikatoren und in weiten Teilen der Volkswirtschaft zeigt und länger als ein paar Monate andauert<sup>2</sup>. In seinem Jahresgutachten von 2008 definierte der Sachverständigenrat eine Rezession „als einen Rückgang der relativen Output-Lücke um mindestens zwei Drittel der jeweiligen Potenzialwachstumsrate (in Deutschland derzeit also um knapp 0,9 %-Punkte), der mit einer aktuell negativen Output-Lücke einhergeht“<sup>3</sup>. Nach dieser Definition kann bei einem deutlichen Abschwung erst dann von einer Rezession gesprochen werden, wenn die Gesamtwirtschaft in eine Phase der Unterauslastung fällt. Da die deutsche Wirtschaft Ende 2018 wohl noch immer eine positive Outputlücke von etwa 1 ½ Prozentpunkten aufwies, wäre zumindest nach dieser Definition das Rezessionsrisiko in 2019 extrem niedrig. Problematisch bei diesem Ansatz ist allerdings die schwierige Schätzung der Outputlücke in Echtzeit. Die meisten der hierzu verwendeten (Filter)-Verfahren weisen in einem noch nicht abgeschlossenen Zyklus erhebliche Unsicherheiten auf und leiden daher unter zum Teil massiven Revisionen in späteren Jahren. Bei der Terminierung von Rezessionsphasen verwendet der Sachverständigenrat daher einen ähnlichen Ansatz wie das NBER.

Angesichts der bereits schwierigen Definition einer Rezession verwundert der häufig zitierte Spruch „Es mag ja keine Rezession sein, aber es fühlt sich auf jeden Fall wie eine Rezession an“ nicht.

<sup>2</sup> <https://www.nber.org/papers/w14221.pdf>

<sup>3</sup> [https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/gutachten/ga08\\_ges.pdf](https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/gutachten/ga08_ges.pdf)



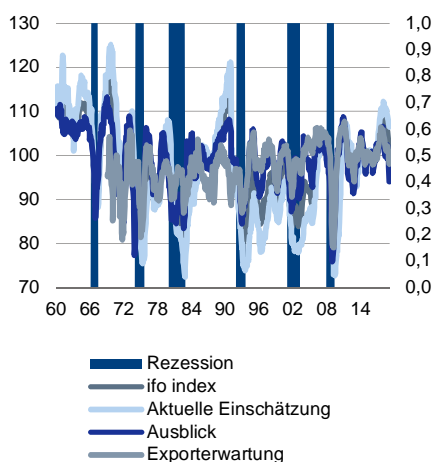
## Ist Deutschland vielleicht schon in einer Rezession?

Rein technisch wohl noch nicht. Zumindest hat das Statistische Bundesamt am 15. Januar bei seiner Pressekonferenz zu den ersten Berechnungen des deutschen BIP im Jahr 2018 von „einem leichten Plus in vierten Quartal“ gesprochen<sup>4</sup>. Das Amt hat aber aufgrund der zu diesem Zeitpunkt dünnen Datenverfügbarkeit auf die Vorläufigkeit dieser Aussage hingewiesen. Zwar lagen dem Amt die schwachen Novemberzahlen aus der Industrie (Produktion -1.9%, nominale Umsätze -2.4%, jeweils gegen Vormonat) vor, aber mit Blick auf die Dezemberproduktion tappten die Statistiker im Dunkel. (Die Dezember Produktions- und Exportzahlen werden am 7. und 8. Februar veröffentlicht.) Die zuletzt veröffentlichten Einzelhandelszahlen für Dezember waren enttäuschend, selbst wenn man eine wahrscheinliche deutliche Aufwärtsrevision unterstellt. Die Schnellmeldung zum Q4-BIP kommt am 14. Februar. Zwar hat sich die Einschätzung der Produktionsentwicklung im Vergleich zum Vormonat in der Umfrage unter Einkaufsmanagern (PMI) im Dezember temporär verbessert (51,5 nach 50,3), im ifo Index setzte sich der Rückgang der Produktionseinschätzung gg. Vormonat dagegen unvermindert fort (100,5 gg. 102,3) – im Januar erlitt sie dann einen Einbruch auf 94,6, den tiefsten Stand seit Dezember 2012. Unsere BIP-Brückengleichung ergibt auf Basis der Werte für die Industrieproduktion und der Einzelhandelsumsätze (jeweils bis November) einen BIP-Anstieg von knapp 0,1% in Q4. Unter Berücksichtigung der Fehlermarge von +/- ¼% kann damit ein Rückgang in Q4 nicht ausgeschlossen werden. Allerdings wäre es sehr ungewöhnlich, wenn das Statistische Bundesamt in seiner Schnellmeldung zum Q4-BIP seine positive Einschätzung von Mitte Januar vollständig kassieren würde.

## Niveau des ifo Geschäftsklimas spricht nicht gegen eine Rezession

ifo Niveaus stimmen mit früheren Rezessionsbeginnen überein

6



Quelle: ifo

ifo Index: Stand 1 Mon. vor dem Beginn der Rezession\*

7

Alter Index: 2005 = 100

	Index	aktuelle Einschätzung	Geschäftserwartungen	Exportserwartungen
Durchschnitt	97.0	98.9	95.3	98.6
Min:	86.6	92.9	79.4	95.2
Max:	106.4	109.1	103.8	104.4
Jan-19	100.0	106.4	94.0	98.0

\*wie vom SVR definiert

Quelle: ifo

Die immer noch relativ hohen Niveaus der Umfrageindikatoren wie des PMI für die Gesamtwirtschaft (52,1) oder des ifo Index von 99,1 (bzw. 100,0 in seiner alten Definition) können ebenfalls aufkommende Rezessionsorgen nur bedingt entkräften. In der Tabelle 7 haben wir auf Basis der vom Sachverständigenrat bestimmten sechs Rezessionsphasen seit 1960 die entsprechenden Werte des ifo Index einen Monat vor dem „offiziellen“ Beginn der Rezession (die vom SVR auf Monatsbasis verfügbar ist) analysiert.

Dabei ist zu beachten, dass der Sachverständigenrat den Beginn einer Rezession anhand des oberen Wendepunkts im Zyklus bestimmt. Die Niveaus von Januar 2019 liegen relativ nahe am Durchschnitt der vergangenen Rezessionen,

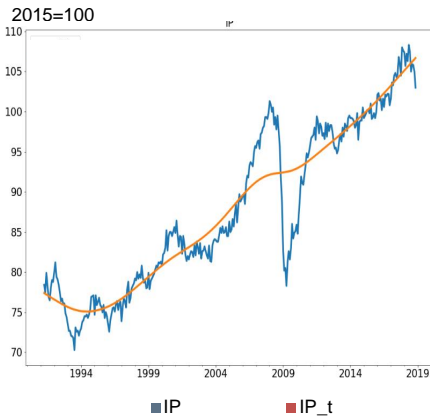
<sup>4</sup> [https://www.destatis.de/DE/PresseService/Presse/Pressekonferenzen/2019/BIP2018/Bruttoinlandsprodukt\\_2018\\_Uebersicht.html](https://www.destatis.de/DE/PresseService/Presse/Pressekonferenzen/2019/BIP2018/Bruttoinlandsprodukt_2018_Uebersicht.html)



## Die R-Frage

Industrieproduktion: Unter Trend und fallend

8



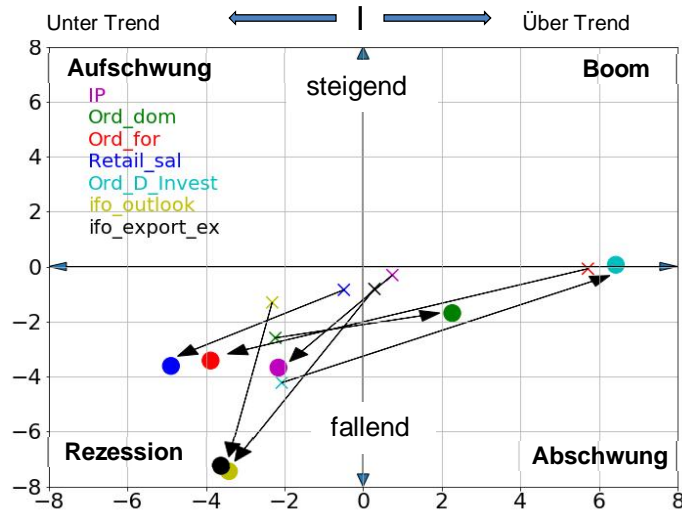
Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

lediglich die Einschätzung der aktuellen Lage liegt derzeit noch deutlich darüber.

Eine Analyse wichtiger Konjunkturindikatoren wie Produktion, Auftragseingänge, deren Untergruppen oder auch den Komponenten des ifo Index mit Blick auf deren Veränderung und deren Lage relativ zu ihrem langfristigen Trend, wie sie beispielsweise bei den sogenannten Konjunkturuhren vorgenommen wird, zeigt, dass in den letzten Monaten viele Reihen in den Rezessionsquadranten (rückläufig und unter Trend) gefallen sind. Lediglich die Kapitalgüteraufträge aus dem Inland habe sich nach ihrem Anstieg um 6,6% im November (Oktober -6,0%) wieder in Richtung „normal“ bewegt. Dabei spielten sowohl bei dem Rückgang im Oktober als auch bei der starken Gegenbewegung im November Großaufträge eine erhebliche Rolle.

Schlüsselindikatoren sind in den Rezessionsquadranten gefallen

9

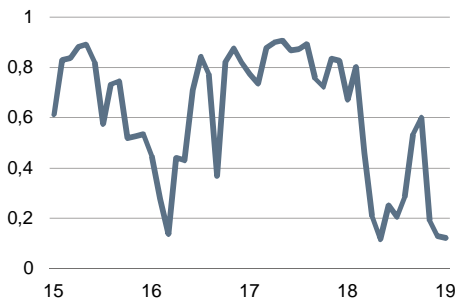


## Modelle zur Rezessionswahrscheinlichkeit (noch) ohne verlässliche Signale

Wahrscheinlichkeit eines wirtschaftlichen Aufschwungs\*

10

1 stellt die höchste Wahrscheinlichkeit des wirtschaftlichen Aufschwungs dar



\* Die Rezessionswahrscheinlichkeiten basieren auf einem Markov-Switching-Modell. Die geschätzten Werte basieren auf der ersten Differenz der monatlichen Werte des ifo Geschäftsklimaindex.

Quellen: ifo, Deutsche Bank Research

Üblicherweise werden Markov-Switching-Modelle oder Probit-Modelle dazu genutzt, um Rezessionswahrscheinlichkeiten aus der Entwicklung einzelner oder einer Gruppe von Konjunkturindikatoren abzuleiten. Markov-Modelle basieren auf der Identifikation unterschiedlicher statistischer Eigenschaften einer Zeitreihe (Mittelwert, Varianz) in Aufschwung- und Abschwung-/Rezessionsphasen und ermittelten Übergangswahrscheinlichkeiten zwischen den Regimen. Unser Modell auf Basis des ifo Geschäftsklimas zeigt, dass die Wahrscheinlichkeit, dass sich die deutsche Wirtschaft in einer Expansionsphase befindet, im Januar auf rund 10% gefallen ist. Allerdings führt die Verwendung eines Stimmungsinдикators, der qua Konstruktion stärkeren Schwankungen als harte Konjunkturindikatoren (wie Produktion oder Umsätze) unterliegt, zu vergleichsweise volatilen Signalen, die die Verlässlichkeit des Signals verringern.

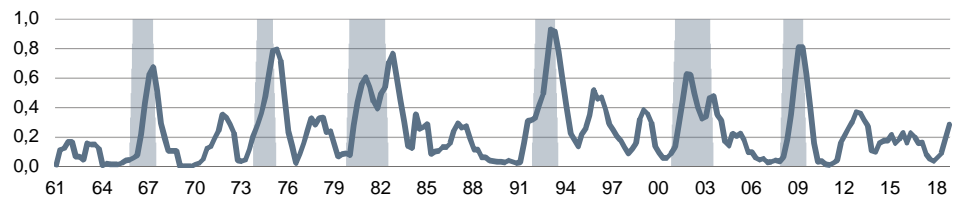




Die R-Frage

Probit-Modell\*: Steigende Rezessionsrisiken, aber (noch) keine Gewissheit

11



\*Für die Schätzung der Rezessionswahrscheinlichkeiten nutzen wir ein Probit-Modell. Die abhängige Variable ist der binäre Rezessionsindikator des deutschen Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Als Kontrollen berücksichtigen wir Auftragseingänge, ifo Geschäftsklimaindex, Industrieproduktion (ohne Bausektor) und Unternehmens-  
Quellen: ifo, Destatis, Deutsche Bank Research

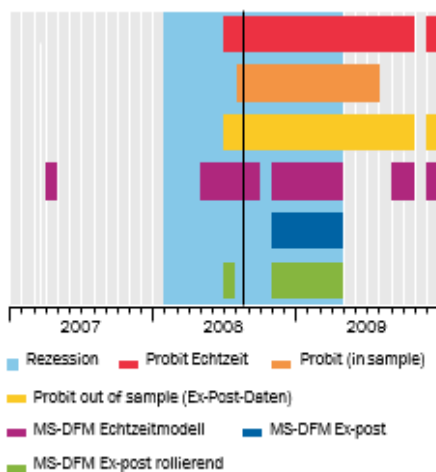
Probit-Modelle regressieren verschiedene Konjunkturindikatoren und/oder Finanzmarktindikatoren auf eine binäre Reihe, die den Wert 1 für „Rezession“ und 0 für „keine Rezession“ annimmt. Unser Probit-Modell verzeichnet im Schlussquartal einen deutlichen Anstieg der Rezessionswahrscheinlichkeit auf 28%. Allerdings zeigt die Grafik 11, dass ähnliche hohe Werte in der Vergangenheit zum Teil vorübergehend waren und insgesamt sieben Fehlsignale ergeben haben. Andererseits haben alle Rezessionen – mit Ausnahmen der Rezession 1992/93 – mit deutlich niedrigeren Werten begonnen. Zusammengefasst ergibt sich aus dieser Analyse eine Wahrscheinlichkeit von knapp unter 50% dafür, dass wir uns derzeit in eine Rezession bewegen.

Eine Analyse des Sachverständigenrates, die der Frage nachgeht, ob und wann derartige Ansätze die Rezession von 2008/09 angezeigt haben<sup>5</sup>, findet ebenfalls eine unerfreuliche Indifferenz. Die von den entsprechenden Markov- und Probit-Modellen bestimmten Wahrscheinlichkeiten haben erst drei bis sechs Monate nach dem Beginn der bereits seit Februar 2008 laufenden Rezession diese eindeutig angezeigt.

Transmissionsmechanismen verändern sich im Zeitablauf

Erkennung der Rezession des Jahres 2008\*

12



\* Für jedes Modell werden Monate mit einer geschätzten Rezessionswahrscheinlichkeit von mehr als 50 % als Rezession definiert.  
Quelle: Sachverständigenrat

Außerdem nähren die Erfahrungen der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise, die in 2007 begann und in 2008/09 in Deutschland zu der bis dato letzten Rezession führte, die Vermutung, dass sich die Transmissionsmechanismen, mit denen sich ein negativer Impuls in der Wirtschaft ausbreitet und diese letztlich in eine Rezession stürzt, in den letzten Jahrzehnten deutlich verändert haben könnten. Solche Einschätzungen, die das Vertrauen in derartige Modelle reduzieren, dürften durch die in mancher Hinsicht exzeptionelle Aufschwungphase seit 2009 (Dauer, unerwartet verhaltene Preisentwicklung und nicht zuletzt die unorthodoxe Geldpolitik wichtiger Notenbanken) noch relevanter sein.

Rezessionsprognosen: Notorisch schwer, aber Deutschland scheint – zumindest derzeit – in eine zu rutschen

Von daher hat der eingangs zitierte Spruch, dass es ja noch keine Rezession sein mag, sich aber auf jeden Fall wie eine anfühlt, seine Berechtigung. Bei der Früherkennung in Echtzeit ergeben quantitative Ansätze leider keine zeitnahen und verlässlichen Signale. Der Prognostiker muss sich auf möglichst viele unterschiedliche Ansätze stützen, aber letztlich auch in einem gewissen Maße auf sein Bauchgefühl vertrauen. Er muss sich dabei jedoch bewusst sein, dass Ökonomen einem erheblichen Status quo-Bias unterliegen. Zusätzlich besteht das Risiko, dem Bestätigungsbias zum Opfer zu fallen: Hat man sich erst einmal eine Meinung gebildet, werden neue Informationen in unserer Wahrnehmung so

<sup>5</sup> <https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/publikationen/jahresgutachten/jahresgutachten-201819.html>



## Die R-Frage

---

gewichtet, dass möglichst wenig Dissonanz zu dieser vorgefassten Meinung entsteht. Diese individuellen Wahrnehmungsmuster werden durch Gruppenprozesse, bei denen den Medien eine Schlüsselrolle zukommt, verstärkt, bis es irgendwann zu einem Tipping point kommt. Die erneuten Einbrüche bei Ifo und PMI im Januar lassen uns vermuten, dass wir einen solchen Punkt erreicht haben. Selbst wenn das Amt Recht behalten sollte und die deutsche Wirtschaft in Q4 tatsächlich noch ein kleines Plus geschafft hat, erwarten wir für Q1 einen BIP-Rückgang. Damit wäre zwar eine technische Rezession vermieden. Aber wichtige Konjunkturindikatoren sind bereits unter Trend gefallen und sinken weiter. Ein deutliches Anzeichen, dass wir uns aktuell Richtung Rezession bewegen.

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

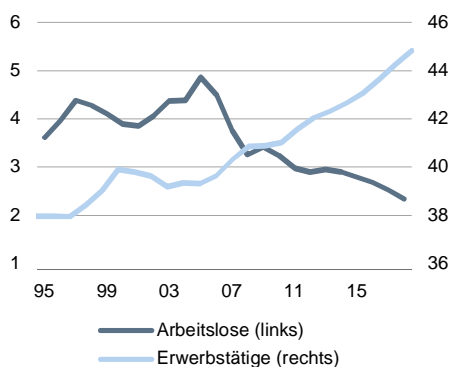


## Investitionen: Der Funke springt nicht über

- Die Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland nahmen 2018 um real 4,5% zu. Schon für 2019 und 2020 rechnen wir mit niedrigeren Wachstumsraten von deutlich unter 3% pro Jahr, wobei gegenwärtig die Abwärtsrisiken überwiegen.
- Insgesamt sind die Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland im seit 2010 anhaltenden Aufschwung nur schwach gewachsen. Sie legten seither real um 2,7% pro Jahr zu. Dies entspricht exakt dem langfristigen Durchschnitt der Jahre 1995 bis 2018. Dagegen gab es seit der Wiedervereinigung Aufschwungphasen, in denen die Ausrüstungsinvestitionen deutlich stärker gestiegen sind: von 1994 bis 2000 um 6,3% pro Jahr sowie von 2003 bis 2008 um 6,8% p.a. Insgesamt konnte damit der Investitionsfunke nicht wirklich durchzünden. Eine stärkere Investitionsdynamik ist daher eines der fehlenden Puzzle-Teile für eine Fortsetzung des kräftigen Aufschwungs.

Deutscher Arbeitsmarkt in sehr guter Verfassung

Zahl der Arbeitslosen und Erwerbstätigen in Deutschland, Mio.



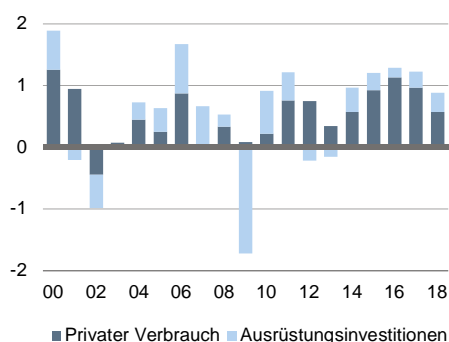
Quelle: Statistisches Bundesamt

Das deutsche BIP ist 2018 zum neunten Mal in Folge gewachsen (real +1,5% gemäß der ersten Schätzung des Statistischen Bundesamts). Zwar dürfte 2019 die Wachstumsdynamik weiter nachlassen; das BIP wird nach unserer Prognose um 1% steigen. Gleichwohl wäre dies der am längsten anhaltende Aufschwung in Deutschland seit den 1950er und 1960er Jahren.

Der aktuelle Konjunkturzyklus folgt einem für Deutschland eher untypischen Muster. Frühere Aufschwungphasen begannen häufig mit einer kräftigen Expansion der Exporte. Diese hatten steigende Kapazitätsauslastungen (nicht nur) in der exportorientierten Industrie zur Folge. Darauf reagierten die Unternehmen wiederum mit höheren Investitionen in Maschinen und Ausrüstungen. Zu nennenswerten Neueinstellungen und/oder kräftigen Lohnerhöhungen kam es dann – wenn überhaupt – häufig erst spät im Konjunkturzyklus. Da der deutsche Arbeitsmarkt über viele Jahre von einer recht hohen Arbeitslosigkeit geprägt war, das Arbeitsangebot also groß war, fielen zudem die Tarifabschlüsse z.B. in den späten 1990er Jahren sowie in der ersten Dekade des laufenden Jahrhunderts gering aus. In der Folge war der private Verbrauch für viele Jahre das Sorgenkind im Konjunkturzyklus. Auch das Ausland kritisierte regelmäßig die gering ausgeprägte Konsumneigung der privaten Haushalte und forderte kräftigere Lohnsteigerungen, die nicht zuletzt dem hohen deutschen Handelsbilanzüberschuss entgegenwirken sollten.

Privater Verbrauch in den letzten Jahren wichtige Wachstumsstütze

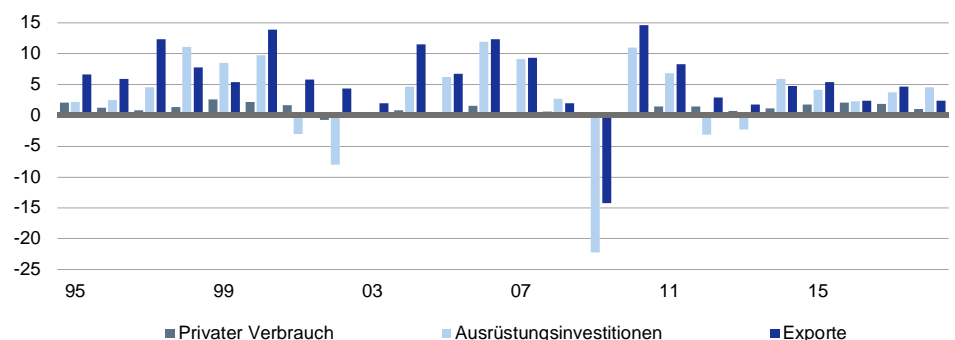
Beiträge zum realen BIP-Wachstum in Deutschland, %-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Impulse von Investitionen und Exporten fallen in den letzten Jahren recht gering aus

Reale BIP-Komponenten in Deutschland, % gg. Vj.



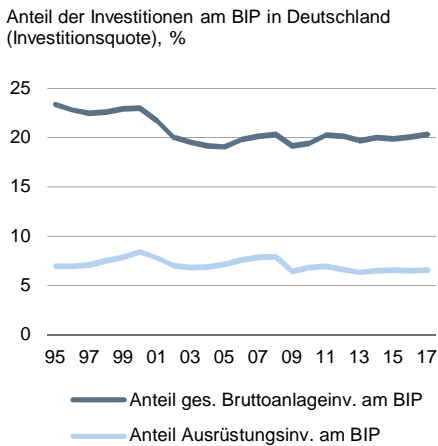
Quelle: Statistisches Bundesamt



## Die R-Frage

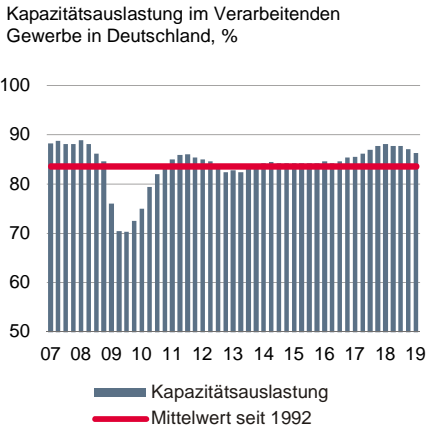
### Abweichung vom typisch deutschen Konjunkturzyklus

Investitionsquote in den letzten Jahren relativ stabil 4



Quelle: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Kapazitätsauslastung gibt leicht nach 5



Quelle: ifo Institut

Im Gegensatz zu diesem „typisch deutschen“ Konjunkturmuster leistet der private Verbrauch seit 2010 grundsätzlich einen ordentlichen Beitrag zum BIP-Wachstum in Deutschland, gerade im Vergleich zu den Jahren 2002 bis 2010. Die sehr gute Entwicklung des Arbeitsmarktes, die mit höheren Lohnabschlüssen einherging, die Zuwanderung nach Deutschland sowie das niedrige Zinsniveau haben hierzu maßgeblich beigetragen. Der private Verbrauch wuchs seit 2010 preisbereinigt um durchschnittlich 1,4% pro Jahr. Dies ist eine für Deutschland bemerkenswerte Dynamik. Denn zwischen 1995 und 2010 lag die jahresdurchschnittliche Wachstumsrate des privaten Verbrauchs in Deutschland lediglich bei 0,8%.

Die Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland sind seit 2010 im Vergleich zu früheren Konjunkturzyklen eher schwach gewachsen. Sie legten real um 2,7% pro Jahr zu. Dies entspricht exakt dem langfristigen Durchschnitt der Jahre 1995 bis 2018. Dagegen gab es seit der Wiedervereinigung Phasen, in denen die Ausrüstungsinvestitionen deutlich stärker gestiegen sind: von 1994 bis 2000 um 6,3% pro Jahr sowie von 2003 bis 2008 um 6,8% p.a. Zwar nahmen die Ausrüstungsinvestitionen 2018 um real 4,5% zu. Aber schon für 2019 und 2020 rechnen wir wieder mit deutlich niedrigeren Wachstumsraten von unter 3% pro Jahr, wobei gegenwärtig die Abwärtsrisiken überwiegen. Insofern zündet der Investitionsfunke in Deutschland nicht. Eine stärkere Investitionsdynamik ist daher eines der fehlenden Puzzle-Teile für eine Fortsetzung des kräftigen Aufschwungs.

Auch die Investitionsquote (Anteil der Investitionen am BIP) unterschritt in den Jahren 2010 bis 2017 das langfristige Niveau. Dies gilt sowohl für die gesamten Bruttoanlageinvestitionen als auch für die Ausrüstungsinvestitionen.

### Viele Gründe sprechen für gedämpfte Investitionsaussichten

Ein höheres Investitionswachstum erscheint nicht zuletzt wegen der wirtschaftlichen und geopolitischen Unsicherheiten (z.B. Brexit, fortlaufende Handelskonflikte) sowie des fortgeschrittenen Konjunkturzyklus unwahrscheinlich. So liegen die ifo Geschäftserwartungen inzwischen deutlich im negativen Bereich. Ferner ist die Kapazitätsauslastung in der deutschen Industrie in den letzten vier Quartalen jeweils gesunken. Zwar liegt sie noch immer über dem langfristigen Durchschnitt. Aber bei sinkender Auslastung lässt die Notwendigkeit nach, die Kapazitäten zu erweitern. Die ifo-Managerbefragung von Dezember 2018 deutet ebenfalls in diese Richtung: Danach planten knapp 50% der befragten Unternehmen, im Jahr 2019 genauso viel zu investieren wie 2018. Immerhin beabsichtigen 29% mehr zu investieren als im Vorjahr. Dagegen haben 23% der Umfrageteilnehmer vor, ihre Investitionen im laufenden Jahr gegenüber 2018 zu verringern.

Insgesamt haben die Unternehmen offenkundig aus früheren Krisen gelernt, als sie jeweils kurz vor dem Platzen der New Economy-Blase sowie vor der Finanz- und Wirtschaftskrise (2008/09) ihre Ausrüstungsinvestitionen noch einmal deutlich steigerten und anschließend unter Überkapazitäten zu leiden hatten. Aktuell agieren die Unternehmen jedenfalls sehr viel vorsichtiger, was die oben skizzierte geringere Investitionsdynamik im Vergleich zu früheren Aufschwungphasen verdeutlicht.

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

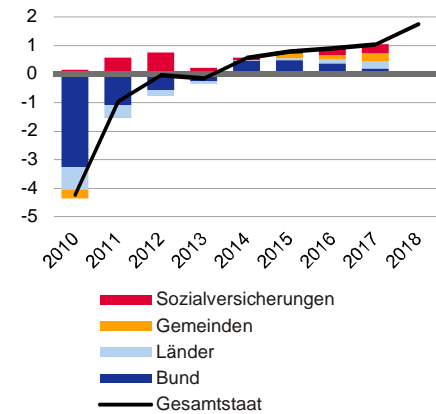


## Die R-Frage

### Gesamtstaatlicher Haushalt das fünfte Jahr in Folge im Plus

1

Finanzierungssaldo, % BIP  
(Gesamtstaat nach VGR)

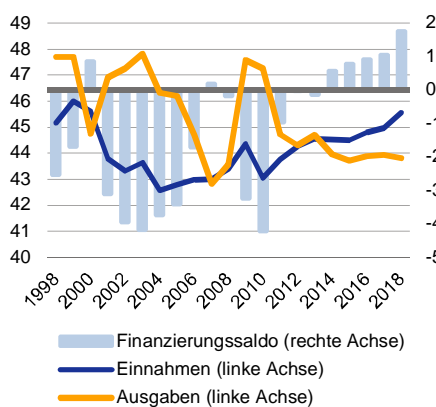


Quellen: WEFA, Destatis, Deutsche Bank Research

### Gesamtstaatlicher Haushalt 2018 mit Rekordüberschuss

2

% BIP (Gesamtstaat nach VGR)

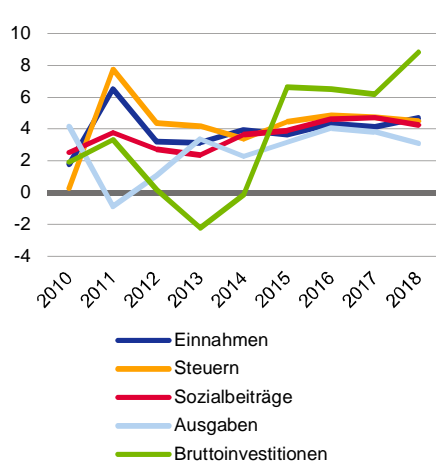


Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

### Die Einnahmen wuchsen auch 2018 stärker als die Ausgaben

3

% gg. Vj. (Gesamtstaat nach VGR)



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

## Rekordüberschuss trotz Konjunkturabschwung – brauchen wir jetzt staatliche Konjunkturlösungen?

Nach vier Jahren kräftigen Wachstums deutlich über Potenzial blieb das BIP-Wachstum 2018 mit real „nur“ 1,5% deutlich hinter den Erwartungen zurück. Angesichts einer schwächelnden Auslandsnachfrage, eines verhaltenen Konsums, negativer Sondereffekte in der Automobilindustrie und gewichtiger externer Risiken (u.a. Verschärfung des US-chinesischen Handelsstreits, ungeordneter Austritt GBs aus der EU, Verschärfung der Schulden- und Bankenprobleme in Italien, Gelbwesten-Proteste in Frankreich) haben die Wirtschaftsforschungsinstitute reihenweise ihre Wachstumsprognosen gesenkt. Auch wir haben unsere Wachstumsprognose für 2019 auf jetzt nur noch 1,0% herabgesetzt (von 1,3%). Damit dürfte die Wirtschaft wohl erstmals seit vielen Jahren schwächer wachsen als es ihr Wachstumspotenzial (ca. 1 ¼%) hergibt. Was bedeutet der Konjunkturabschwung für die weitere Entwicklung des Staatshaushaltes? Und brauchen wir jetzt – wie von einigen Politikern und Wirtschaftsvertretern gefordert – staatliche Konjunkturlösungen (wie z.B. Einkommensteuersenkungen, verbesserte Abschreibungsmöglichkeiten für Unternehmen), um das Wachstum zu stabilisieren bzw. einen größeren Wirtschaftsabschwung abzuwenden?

### Rekordplus 2018 – aber die ganz fetten Jahre sind wohl passé

Bisher ist die Konjunkturabkühlung noch nicht bei den öffentlichen Finanzen angekommen. Denn der gesamtstaatliche Haushalt (bestehend aus Bund, Ländern, Gemeinden, Sozialversicherungsträgern einschließlich deren Extrahaushalten) erzielte 2018 nach vorläufigen Zahlen des Statistischen Bundesamtes (VGR) einen Rekordüberschuss von knapp EUR 59,2 Mrd. (1,7% des BIP) nach EUR 34,0 Mrd. (1,0%) im Vorjahr. Damit wurden die Erwartungen erneut übertroffen (DB-Prognose: +1,3%). Auch wenn bisher noch keine detaillierten Ergebnisse (aus der VGR) für die einzelnen Staatsebenen vorliegen, legen die (vorläufigen) Haushaltsabschlüsse des Bundes (EUR +10,9 Mrd.) und der Länder (EUR +15,7 Mrd.) für 2018 sowie die für die Gemeinden und Sozialversicherungsträger bis einschließlich Q3 2018 vorliegenden Ergebnisse aus der Finanzstatistik nahe, dass der staatliche Überschuss auf breitem Fundament steht.

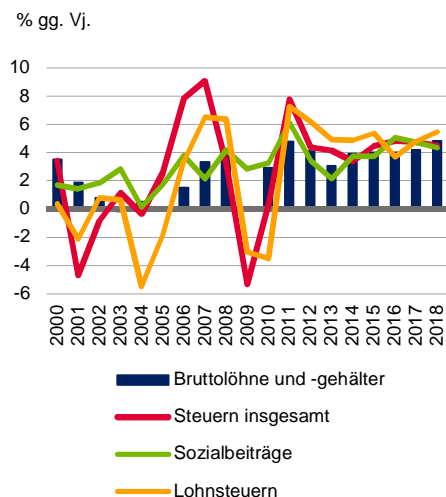
Trotz der Wachstumsverlangsamung profitierte der Fiskus 2018 noch immer erheblich von der sehr guten Arbeitsmarktlage (ein nachlaufender Konjunkturindikator). Angesichts des neuen Höchststandes bei der Zahl der Erwerbstätigen (auf 44,8 Mio. Personen), spürbaren (Tarif-) Lohnsteigerungen und ergo höheren Bruttolöhnen/-gehältern (+4,8% nach +4,2% 2017) wuchsen sowohl die (Lohn-) Steuer- als auch die Sozialbeitragseinnahmen weiterhin sehr dynamisch (Steuern insgesamt: +4,5%; Lohnsteuer: +5,5%; Sozialbeiträge: +4,3%). Ausgabenseitig wirkten die niedrige Arbeitslosigkeit und die rückläufigen Zinsausgaben entlastend, zwei positive Sonderfaktoren, die mehr ins Gewicht fielen als die teils merklichen Ausgabensteigerungen an anderen Stellen. Zudem entfiel 2018 (gegenüber 2017) die Rückerstattung der Kernbrennstoffsteuer (ca. EUR 7,3 Mrd.). In der Summe legten die Einnahmen mit 4,7% (2017: 4,1%) erneut (und nunmehr das fünfte Jahr in Folge!) stärker zu als die Ausgaben mit 3,1% (3,8%). Ob dieser Zustand sich auch 2019 fortschreiben lässt, darf aufgrund der schwächelnden Konjunktur und den geplanten und größtenteils beschlossenen Mehrausgaben der GroKo (wie z.B. für die Mütterrente II, Baukindergeld, Investitionen, Mehrausgaben für Verteidigung und die Entwicklungshilfe, Leistungsausweitungen im Bereich Gesundheit und Pflege etc.) bezweifelt werden. Unserer Einschätzung nach dürften die Ausgaben künftig wieder schneller wachsen als die Einnahmen, was die Haushalte perspektivisch belasten wird.



## Die R-Frage

Entwicklung der Bruttolöhne/-gehälter, Lohnsteuern und Sozialbeiträge

4



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Nach dem vorläufigen Haushaltsabschluss 2018 überstiegen die Einnahmen des Bundes dessen Ausgaben um EUR 11,2 Mrd. (0,3% des BIP). In Summe fiel der Bundeshaushalt mit EUR 12,8 Mrd. deutlich besser aus als geplant (die Planungen sahen – nach Berücksichtigung der Münzeinnahmen – ein Defizit von EUR 1,6 Mrd. vor). In finanzstatistischer Abgrenzung erzielt der Bund einen Finanzierungsüberschuss von EUR 10,9 Mrd. – berechnet als Saldo der Einnahmen ohne Münzeinnahmen (ca. EUR 0,3 Mrd.) und Ausgaben. Die strukturelle Nettokreditaufnahme (NKA) des Bundes, also die um die finanziellen Transaktionen und konjunkturellen Einflüsse bereinigte NKA, belief sich auf rund EUR -4,8 Mrd. oder -0,15% des BIP (z. Vgl. 2017: EUR +2,7 Mrd. oder +0,09% des BIP). Mit anderen Worten: Es wurde ein struktureller Überschuss verbucht. Damit musste der Bund wie schon in den Vorjahren (noch immer) nicht auf die Flüchtlingsrücklage zurückgreifen, um die „Schwarze Null“ (keine neuen Schulden) zu halten. Auch die Schuldenbremse, welche die strukturelle NKA auf maximal 0,35% des BIP begrenzt (betragsmäßige Grenze für 2018: EUR 11,4 Mrd.), wurde sicher eingehalten. Die über die Jahre aufsummierte Differenz zwischen der tatsächlichen und maximal zulässigen strukturellen NKA wird nach den Regeln der Schuldenbremse als Saldo auf einem sogenannten Kontrollkonto erfasst. Dieser erhöhte sich im abgelaufenen Jahr auf nunmehr EUR 35,1 Mrd. (Zuwachs von EUR 16,2 Mrd.).

Das unerwartete Haushaltsplus des Bundes ging laut Monatsbericht des Finanzministeriums (Januar 2019) sowohl auf höher als veranschlagte Einnahmen (EUR 5,9 Mrd.) als auch unter Plan liegende Ausgaben zurück (ca. EUR -6,9 Mrd.). Die über dem Soll liegenden Einnahmen waren im Wesentlichen das Ergebnis der höheren sonstigen Einnahmen (EUR +4,8 Mrd. EUR), wurden aber auch durch höhere Steuereinnahmen (EUR +1,1 Mrd.) gestützt. Die unter Plan liegenden Ausgaben resultieren u.a. aus Minderausgaben bei den Zinsen (EUR -1,7 Mrd.) und niedrigeren Ausgaben für Leistungen zur Eingliederung in Arbeit (EUR -1,1 Mrd.). Ebenso fielen die investiven Ausgaben des Bundes geringer als veranschlagt aus (EUR -1,7 Mrd.), was wohl teilweise auch der eingeschränkten Haushaltsführung in H1 2018 geschuldet war. Die 2018 nicht verausgabten Mittel für Investitionen sind gesetzlich übertragbar und stehen daher auch grundsätzlich in den Folgejahren zur Verfügung.

### Trotz Geldsegen kaum zusätzliche Haushaltsspielräume

Dank des Überschusses erhöhte sich die Flüchtlingsrücklage auf rund EUR 35,2 Mrd. (ca. 1% des BIP bzw. 10% des Bundeshaushaltes). Davon sind laut Finanzministerium bereits rund EUR 22,8 Mrd. in der Finanzplanung des Bundes 2019–22 als Entnahme verplant (u.a. für die Soli-Teilabschaffung ab 2021) und dienen damit dem Haushaltsausgleich bzw. der Sicherstellung der „Schwarzen Null“. Dies impliziert im Umkehrschluss, dass die noch nicht verplanten Finanzmittel (für 2019–22) aus dieser Rücklage ca. EUR 12,4 Mrd. (0,35% des BIP für 2019) betragen könnten.

Auf Basis von Zahlen der Deutschen Bundesbank, welche die Ergebnisse der Schlussberatungen im Haushaltsausschuss des Bundestages zum Haushalt 2019 berücksichtigen (siehe Monatsbericht November 2018), dürften unseren Berechnungen nach die strukturelle NKA des Bundes 2019 mit ca. EUR 8 ½ Mrd. sehr nahe an die von der Schuldenbremse gezogene Obergrenze in Höhe von EUR 11 ½ Mrd. kommen<sup>6</sup>. Nach dieser Überschlagsrechnung würde der

<sup>6</sup> Die strukturelle NKA ergibt sich aus dem veranschlagten strukturellen Defizit des Bundes (ca. EUR 14 Mrd.), bereinigt um die geplante Entnahme aus der Flüchtlingsrücklage (ca. EUR 5,5 Mrd.). Das strukturelle Defizit ist das Ergebnis des geplanten Defizits des Kernhaushaltes des Bundes (ca. EUR 6 Mrd.) und seiner maßgeblichen Extrahaushalte (ca. EUR 3 Mrd.), bereinigt um die Konjunkturkomponente (ca. EUR 4,5 Mrd.) und den Saldo der finanziellen Transaktionen (ca. EUR 0,5 Mrd.).

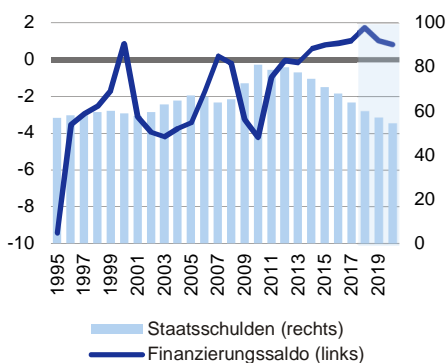


## Die R-Frage

Staat erwirtschaftete 2018 einen Rekordüberschuss – Überschüsse dürften aber perspektivisch sinken

5

% BIP (Gesamtstaat) (VGR)

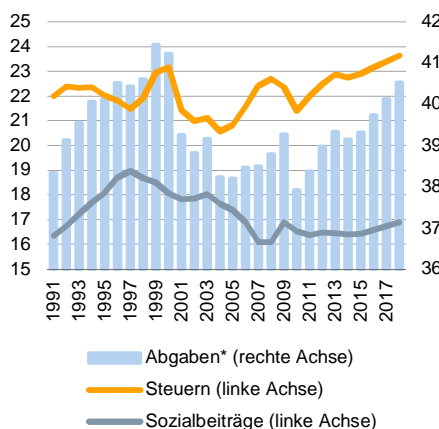


Quellen: WEFA, Destatis, Eurostat, DB Research

Die Abgabenquote bleibt hoch

6

% BIP (Gesamtstaat nach VGR)



\* Steuern und Sozialbeiträge

Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

noch nicht ausgeschöpfte Finanzspielraum des Bundes für das Haushaltsjahr 2019 bei lediglich rund EUR 3 Mrd. liegen (ohne Nutzung der noch nicht verplanten Mittel aus der Flüchtlingsrücklage). Allerdings sollte dieser Betrag eine Art Untergrenze darstellen, da zumindest ein Teil des über den Erwartungen gelegenen Haushaltsergebnisses (ca. EUR 12,8 Mrd.) struktureller Natur sein dürfte, der in den Folgejahren als „positiver“ Basiseffekt auf die Haushalte fortwirken könnte. Angesichts der noch nicht verplanten Mittel aus der Rücklage sowie des noch nicht ausgeschöpften Finanzspielraums für 2019 (bezogen auf den von der Schuldenbremse gezogenen Spielraum) dürfte der zusätzliche – über die bisherigen Planungen hinausgehende – Spielraum auf rund 15 Mrd. begrenzt sein. Theoretisch könnte der Bund zwar darüber hinaus auch die für die folgenden Haushaltsjahre geplanten Entnahmen aus der „Asyl- und Flüchtlingsrücklage“ (teilweise oder vollständig) zeitlich vorziehen, um die Konjunktur zu stimulieren, jedoch würden diese Finanzmittel dann in den folgenden Haushaltsjahren nicht mehr zur Finanzierung der veranschlagten Bundesdefizite zur Verfügung stehen, sodass die „Schwarzen Null“ in Gefahr geraten könnte. Bei der „Asyl- und Flüchtlingsrücklage“ handelt es sich nicht um Einlagen, sondern lediglich um Ermächtigungen zur Anschlussfinanzierung von Bundesschuldtiteln<sup>7</sup>. Auch wenn Mittelentnahmen im haushaltsrechtlichen Sinne nicht als Nettokreditaufnahme gewertet werden, wirken diese effektiv schuldenerhöhend (Anstieg des Maastricht-Schuldenstandes) im Jahr der Beanspruchung.

Angesichts trüberer Konjunkturaussichten, die negativ auf den Bundeshaushalt durchschlagen dürften, scheinen zumindest die ganz fetten Jahre für den Fiskus zu Ende zu gehen. Der Bund wird zunehmend von seinen Reserven zehren müssen. Um die Schuldenregel und die „Schwarze Null“ auch künftig halten zu können, ist nun mehr Ausgabendisziplin als in der Vergangenheit vonnöten. Denn mit unerwarteten Steuermehreinnahmen kann fortan nicht mehr gerechnet werden. Die große Frage lautet nun nicht mehr, wie hoch der zusätzliche Steuerertrag ausfallen könnte, sondern vielmehr ob und wie lange die Finanzrücklagen des Bundes ausreichen, um die künftigen Defizite zu finanzieren. Dennoch dürfte der gesamtstaatliche Haushalt auf Basis der aktuellen Makro-Annahmen (die keine Rezession vorhersagen!) im Plus bleiben, wenngleich der Überschuss erheblich absinken dürfte – auf rund 1,0% des BIP 2019 und 0,8% 2020. Daher dürfte die Staatsschuldenquote (Maastricht-Definition) auf ihrem Abwärts-pfad bleiben und bis 2020 auf rund 55% des BIP fallen (z. Vgl. Q3 2018: 61%).

### Der Konjunkturmotor stottert - brauchen wir jetzt Konjunkturlösungen?

Angesichts der Tatsache, dass sich die Konjunktur im Abschwung befindet, hat die Unruhe in der Politik zugenommen. Denn eine Rezession ist in den Haushaltsplanungen der GroKo nicht vorgesehen. Um das Wachstum anzureizen und eine Rezession im Keim zu ersticken, haben bereits einige Politiker (vornehmlich aus Unionskreisen) vorsorglich nach Steuerensenkungen gerufen. In der Presse wurde jüngst kolportiert, dass das Finanzministerium an einem „Notfallplan“ für den Fall eines Konjunkturreinbruchs arbeitet. Die CDU-Vorsitzende sagte kürzlich, dass es „klüger sei, schon jetzt über Steuererleichterungen zu reden als vage Steuerpakete vorzubereiten“. Der Wirtschaftsminister betonte, dass es „jetzt Zeit ist, um Wachstum anzureizen“. Angesichts dieser Äußerungen und Vorschläge stellt sich die Frage nach der Notwendigkeit und Sinnhaftigkeit von Konjunkturlösungen in der gegenwärtigen Phase des Zyklus. Zunächst sollte man unsere – unter dem Konsens liegende – Wachstumsprognose von

<sup>7</sup> Diese Ermächtigungen mussten aufgrund der Bundesüberschüsse in den vergangenen Haushaltsjahren nicht genutzt werden und können vom Bund zur Deckung von Defiziten in späteren Haushaltsjahren benutzt werden. Beim späteren Ausschöpfen dieser Ermächtigungen werden zwar neue Kredite aufgenommen, diese jedoch nicht als Neuverschuldung im haushaltsrechtlichen Sinne gewertet, sodass die „Schwarze Null“ so lange gehalten werden kann, wie die Finanzierung der Defizite durch entsprechende Entnahmen aus der Rücklage sichergestellt ist.

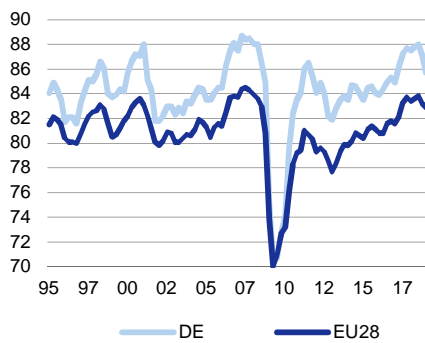


## Die R-Frage

EC-Industrienumfrage: Kapazitätsauslastung der Industrie ist zuletzt gesunken, aber immer noch hoch

7

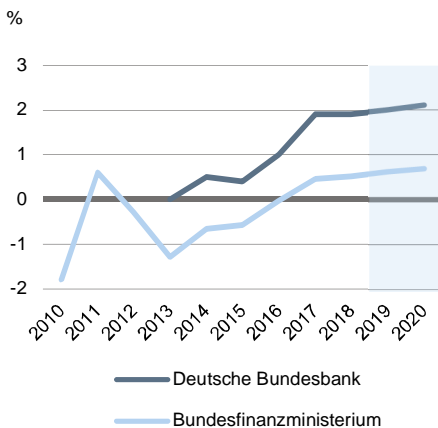
% (Quartalsdaten) (nicht saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, Deutsche Bank Research

Schätzungen der Bundesbank und des Finanzministeriums deuten auf eine positive Outputlücke hin

8

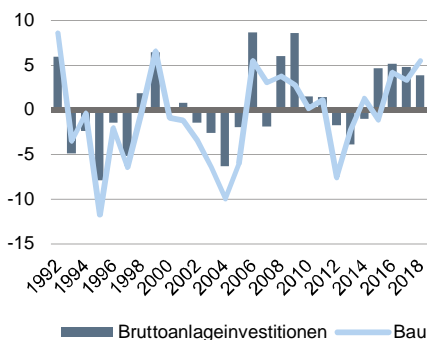


Quellen: Deutsche Bundesbank, BMF, Deutsche Bank Research

Entwicklung der realen öffentlichen Investitionen

9

% gg. Vj. (Gesamtstaat nach VGR)



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

„nur“ 1,0% für 2019 im Kontext des Potenzialwachstums sowie des Auslastungsgrades der Industrie bzw. der Produktionslücke der Volkswirtschaft beurteilen.

Demnach bleibt festzuhalten, dass das Wachstum zwar 2019 leicht unter der Potenzialwachstumsrate liegen könnte, die Wirtschaft aber trotz der Wachstumsabschwächung überausgelastet bleiben dürfte. Nach Schätzung der Bundesbank liegt die tatsächliche Produktion noch deutlich über dem Produktionspotenzial (positive Output-Lücke von rund 2%), wenngleich das Finanzministerium die Überauslastung deutlich kleiner einschätzt und solche Schätzungen immer unsicher und revisionsanfällig sind. Auch die Kapazitätsauslastung der Industrie ist mit 85,7% im ersten Quartal 2019 noch immer vergleichsweise hoch – auch wenn sie zuletzt abgenommen hat (Durchschnitt seit 1995: 84,1%; 2009: 72,3%). Zudem liegt die Arbeitslosigkeit mit 5,0% auf einem Allzeittief seit der Wiedervereinigung. Angesichts von noch immer vollen Auftragsbüchern, einem zunehmenden Fachkräftemangel und anhaltenden Angebotsengpässen (insbesondere in der Bauwirtschaft) kommt die Wachstumsverlangsamung zunächst einmal einer Normalisierung gleich. In der Anpassungsphase von einer Überauslastung zurück zur Normalität (es wird kein Wirtschaftseinbruch erwartet!) nach Konjunkturpaketen zu rufen, klingt daher ziemlich verwegen. Zudem die Wirtschaft weiterhin erhebliche Unterstützung durch die strukturell sehr gute Lage am Arbeitsmarkt und die auf unabsehbare Zeit äußert expansive EZB-Geldpolitik erfährt.

## Steuersenkungen strukturell geboten, konjunkturell aber nicht nötig

In der aktuellen Debatte sollte bedacht werden, dass die Fiskalpolitik bereits schon jetzt deutlich expansiv wirkt (Ausgabenerhöhungen, Steuersenkungen). Allein für 2019 dürfte der fiskalische Impuls nach einer Schätzung des ifo Instituts vom Dezember eine Größenordnung von EUR 24,1 Mrd. (ca. 0,7% des BIP) erreichen. 2020 dürften die expansiven Maßnahmen die Wirtschaft noch immer um beträchtliche 15,7 Mrd. (0,4% des BIP) anschieben. Neben der bereits zunehmend expansiv und prozyklisch ausgerichteten Finanzpolitik sprechen auch weitere Argumente gegen staatliche Konjunkturlösungen. Die historischen Erfahrungen mit Konjunkturpaketen („Globalsteuerung“) waren auch gerade deshalb überwiegend negativ, weil es zwischen der Diagnose eines Wirtschaftseinbruchs sowie der Planung, Verabschiedung und Wirkung von Konjunkturprogrammen i.d.R. zu erheblichen Zeitverzögerungen kommt und diese oft erst dann wirken, wenn sie nicht mehr gebraucht werden. Es gibt keine belastbare empirische Evidenz, dass solche Konjunkturlösungen einen nachhaltig positiven Effekt auf das langfristige Wachstum haben. Und sollte ein unerwarteter Konjunktüreinsturz kommen, würden ohnehin wichtige Einnahme- und Ausgabenposten der öffentlichen Haushalte (Einkommenssteuer, Arbeitslosenversicherung) stabilisierend auf die Konjunktur wirken (automatische Stabilisatoren).

Deshalb sind in der gegenwärtigen Phase des Konjunkturzyklus staatliche Konjunkturlösungen abzulehnen. Jeder zusätzliche vom Staat in die Wirtschaft gepumpte Euro könnte letztlich in Form höherer Preise verpuffen, ohne einen dauerhaft höheren Output (und damit Wohlstand) zu generieren. Dieser Befund dürfte insbesondere für noch höhere, weniger produktive Staatsausgaben gelten wie z.B. Sozialausgaben, aber auch für weitere Investitionen (in digitale Netze und die Verkehrsinfrastruktur). Beim derzeitigen Auslastungsgrad der Bauindustrie dürften noch höhere Investitionen in erster Linie noch höhere Preise nach sich ziehen. Ein Indiz dafür geben u.a. die jüngsten Zahlen zu den staatlichen Bruttoanlageinvestitionen (VGR). Denn diese stiegen 2018 in nominaler Rechnung zwar um sehr kräftige 7,7%, nahmen aber real lediglich um 3,8% zu. Bei den öffentlichen Bauinvestitionen (u.a. Verkehrsinfrastruktur) war



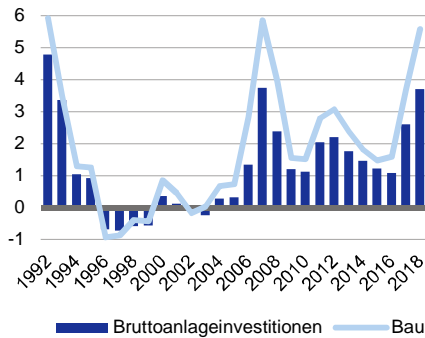


## Die R-Frage

Preisentwicklung bei öffentlichen Investitionen\*

10

% gg. Vj. (Gesamtstaat nach VGR)



\* berechnet als Differenz zwischen nominaler und realer Wachstumsrate

Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

die Differenz zwischen nominalem und realem Ausgabenwachstum mit 11,3% und 5,5% noch gravierender.

Andere aktuelle Vorschläge wie steuerliche Entlastungen (u.a. über eine vorgezogene und vollständige Abschaffung des Solidaritätszuschlages und/oder verbesserte Abschreibungsmöglichkeiten) sind angesichts der sehr hohen Steuer- und Abgabenlast zwar aus struktureller Sicht (u.a. zur Stärkung des Wirtschaftsstandorts, der Leistungsanreize und des Wachstumspotenzials) sinnvoll, jedoch aus konjunktureller Sicht nicht nötig. Es ist schon bemerkenswert, dass es einer Konjunkturertrübung bedarf, um dem Thema Steuerensenkungen und Entlastung der wirtschaftlichen Leistungsträger mehr Beachtung zu schenken. Sollte das Wachstum allerdings unerwartet einbrechen und Deutschland in eine deutliche Rezession stürzen (und damit die Wirtschaft von einer Über- in eine Unterauslastung rutschen), könnten Steuerensenkungen eine Option zur Belebung der Wirtschaftsaktivität sein. Von einem solchen Negativszenario sind wir aber nach derzeitigem Stand weit entfernt. Wir sprechen lediglich über eine Normalisierung nach vielen Jahren außergewöhnlich hohen Wachstums. Eine noch stärkere Ausweitung der Staatsausgaben ist daher aus konjunktureller Sicht nicht erforderlich. Etwaige – aus struktureller Sicht gebotene – Steuererleichterungen zur Stärkung der Leistungsanreize und des Wachstumspotenzials könnten angesichts staatlicher Rekorderinnahmen über Umschichtungen im Haushalt finanziert werden (z.B. Kürzungen von unproduktiven und die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen belastenden Ausgaben).

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



## EZB-Politik: In der Schwebe

- Welchen Kurs die EZB künftig einschlägt, hängt davon ab, wie hoch sie das Risiko einer länger anhaltenden Wachstumsschwäche einschätzt. Zwar haben sich nach Ansicht des Rats inzwischen die Wachstumsrisiken nach unten verschoben. Wie lange dies anhalten könnte, war unter den Mitgliedern allerdings umstritten. Für mehr Klarheit dürften die aktualisierten Projektionen der EZB-Experten sorgen, die dem Rat am 7. März vorliegen. Sofern diese die aktuelle Zuversicht der EZB, insbesondere im Hinblick auf die robuste Binnenkonjunktur, unterstreichen, wird diese voraussichtlich daran festhalten, über die Koppelung der Forward Guidance, in Kombination mit einem angebotsorientierten TLTRO II-Nachfolgeprogramm, die Wirkung auf die Finanzierungsbedingungen zu verstärken. Ebenso denkbar ist freilich, dass die Zuversicht der EZB zunehmend ins Wanken gerät und sie erneut Sondermaßnahmen zur Lockerung der Kreditvergabe ankündigt.
- Vorstellbar wäre im zweiten Fall eine eher nachfrageorientierte Neuauflage der TLTRO II. So könnte die EZB ein neues gezieltes längerfristiges Refinanzierungsgeschäft auflegen und dies mit einer Erweiterung der Forward Guidance sowie Maßnahmen zur Entlastung der unter den anhaltenden Negativzinsen leidenden Banken, etwa durch eine Erhöhung des Einlagenzinseszinses oder eine Staffelung der Mindestreservesätze, flankieren. Zwar hat Draghi seine Aussagen zu diesem Thema seit Dezember relativiert, die Tür hält er aber nach wie vor offen. Angesichts der zuletzt schwach ausgefallenen Konjunkturdaten – und der sich andeutenden Risse in der Binnenkonjunktur – hat aus unserer Sicht das Risiko, dass die EZB Schritte zur Lockerung der Kreditvergabe ergreift, allerdings zugenommen.

**Wirtschaftliche Analyse statt geldpolitischer Überlegungen.** Wie von uns erwartet hat die EZB auf ihrer jüngsten Sitzung keine geldpolitischen Beschlüsse gefasst. So widmete sich der Rat ausführlich der wirtschaftlichen Analyse und erörterte in diesem Rahmen die Frage, weshalb das Wachstum an Schwung verliert und ob die aktuelle Schwäche nur vorübergehend ist oder länger anhält. Wie eine geldpolitische Reaktion aussehen könnte, wurde laut EZB-Präsident Draghi indes nicht diskutiert.

**Zwischen zwei Extremszenarien: Abwarten, bis das Bild hinsichtlich der Dauer der aktuellen Wachstumsabschwächung klarer wird.** Zwar hat die EZB eingeräumt, dass die aktuellen Daten schwächer ausgefallen seien und eine Verschiebung in Richtung Abwärtsrisiken attestiert. An der Annahme, dass sich die Wirtschaft im Euroraum erholt und die Normalisierung der Inflation unterstützt, hält sie jedoch nach wie vor fest. Schließlich ist die Wahrscheinlichkeit einer Rezession trotz zahlreicher Risiken für den Wachstumsausblick gering. Denn die Finanzierungsbedingungen sind weiterhin günstig, und es haben sich kaum Ungleichgewichte herausgebildet. Hinzu kommen die robuste Lage am Arbeitsmarkt und die dank höherer Löhne und niedrigerer Ölpreise steigende Kaufkraft der Verbraucher.

In der Frage, ob die aktuelle Wachstumsschwäche nur vorübergehender Natur ist oder länger andauert, waren die Ratsmitglieder allerdings uneinig. Einige zeigten sich optimistisch, dass die derzeit bestehenden Unsicherheiten (in Zusammenhang mit dem Handelskonflikt, Brexit etc.) gebannt werden können. Andere wiederum äußerten Bedenken, weil sich die Wirtschaftsdynamik im Euroraum bereits mehrere Quartale in Folge abgeschwächt hat, eine schnelle Lösung der bestehenden Unsicherheiten aber eben nicht sicher sei. Zu einem abschließenden Urteil, welches der beiden Szenarien das wahrscheinlichere ist, gelangte der Rat nicht. Von entscheidender Bedeutung für die Beurteilung dürften daher die aktualisierten Projektionen der EZB-Experten sein, die dem Rat bei seiner nächsten Sitzung am 7. März vorliegen werden.



**Ausgestaltung des von uns erwarteten neuen TLTRO II-Programms abhängig von der Dauer der Wachstumsverlangsamung.** Dass die EZB eine Neuauflage der TLTRO II beschließt, ist aus unserer Sicht sicher. Schließlich bestehen durchaus Zweifel an der Robustheit der konjunkturellen Erholung. Ein Deleveraging zum falschen Zeitpunkt wird die EZB daher kaum riskieren. Während eine Neuauflage des TLTRO-Programms also außer Frage zu stehen scheint, ist dessen Ausgestaltung offen.

Von entscheidender Bedeutung ist dabei nach unserem Dafürhalten, ob die EZB die aktuelle Wachstumsschwäche als längerfristig oder nur vorübergehend einschätzt. Bei einer eher optimistischen Beurteilung ist mit einem einfachen angebotsorientierten Langfristender zu rechnen. Denkbar wäre – wie in unserem ECB Preview dargelegt – unter anderem eine ständige Fazilität in Form einer permanent rollierenden 2J-LTRO<sup>8</sup>. Fällt das Urteil hingegen weniger optimistisch aus, dürfte die EZB eher die Nachfrage im Blick haben, was z.B. für einen einmaligen gezielten Langfristender sprechen würde. Insgesamt deutet also vieles darauf, dass die EZB auf ihrer kommenden Sitzung im März zumindest eine neue Liquiditätsfazilität ankündigt. Weitere Details zur Ausgestaltung könnten dann zeitnah folgen, da die neue Fazilität vor Juni aufgelegt werden muss, wenn die Restlaufzeit der ersten TLTRO II-Tranche weniger als ein Jahr beträgt.

Auf der jüngsten Pressekonferenz wurden neue TLTROs zwar noch nicht in Aussicht gestellt. Allerdings hat Draghi bei dieser Gelegenheit darauf verwiesen, dass „etliche“ Ratsmitglieder gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte ins Spiel gebracht hätten, also mehr als im Oktober und Dezember. Damals waren es lediglich „zwei“ resp. „ein paar“, was dafür spricht, dass TLTROs stärker an Rückhalt gewinnen. Zudem bezeichnete Draghi LTROs/TLTROs als „sehr effektives“ Instrument zur Wiederherstellung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Interpretiert man – wie wir – Draghis Aussage als Hinweis, dass diese Liquiditätsfazilitäten einen Beitrag zur Lösung bestehender oder sich abzeichnender Unsicherheiten leisten können, ist davon auszugehen, dass die EZB nicht abwartet, bis sich die Bedingungen an den Märkten verschlechtern, sondern das TLTRO II-Programm präventiv bereits im Vorfeld neu auflegt.

**Belastung durch eine längerfristige Abschwächung und negative Einlagenzinsen.** Von der jüngsten Pressekonferenz erhofften wir uns zudem Hinweise darauf, ob die Belastung der Banken durch die anhaltenden Negativzinsen von der EZB thematisiert wurde und sie ggfs. plant, diese abzumildern. In diesem Zusammenhang relativierte Draghi seine Aussage vom Dezember zwar teilweise, blockte die Diskussion aber nicht vollständig ab. Er verwies darauf, dass die Negativzinsen ein sehr wirksames Instrument waren und „es immer noch seien“. Wie bereits im Dezember ließ er eine Hintertür offen. „Im Großen und Ganzen“ seien die negativen Effekte durch die positiven Effekte der geldpolitischen Maßnahmen kompensiert worden. Die EZB würde „abwarten“, inwieweit die weiterhin niedrigen Zinsen die Bankprofitabilität beeinflussen und die Situation „sehr, sehr genau beobachten“.

Je nachdem, wie die Einschätzung der EZB hinsichtlich der Dauer der aktuellen Wachstumsschwäche letztlich ausfällt, könnte die Frage, ob die anhaltende Niedrigzinsphase den Banken mehr schadet als nutzt, zum Thema werden. So verwies Draghi zwar darauf, dass die Banken heute wesentlich besser dastünden als vor der Krise, machte aber auch deutlich, dass die EZB eine Wende zum Schlechteren verhindern wolle. Dies kann als ein Hinweis gesehen werden, dass die EZB bei längerfristiger Wachstumsschwäche und somit weiterhin niedrigen Zinsen der Profitabilität der Banken besondere Aufmerksamkeit schenken dürfte.

<sup>8</sup> ECB Preview: Three questions for Mr. Draghi. Focus Europe. Deutsche Bank Research. 21. Januar 2019.



## Die R-Frage

Wie die Berechnungen in unserem jüngsten Bericht zur Bankenprofitabilität zeigen, würde die Eigenkapitalrendite 2019–2020 um 16% höher ausfallen, falls die EZB die Zinsen ab dem späteren Jahresverlauf schrittweise erhöht. Schon jetzt liegt die Eigenkapitalrendite im Euroraum unter den Eigenkapitalkosten. Belässt die EZB die Leitzinsen auf den aktuellen Niveaus, müssten die Banken unseren Berechnungen zufolge im genannten Zeitraum jedes Jahr 10% mehr Kredite vergeben, als dies bei steigenden Zinsen der Fall wäre. So hohe Zuwachsraten wurden zuletzt während des Kreditbooms erreicht – ein klares Indiz dafür, dass sich die anhaltend niedrigen Zinsen zur ernsthaften Gefahr für die Bankenprofitabilität entwickeln.<sup>9</sup>

**Sondermaßnahmen zur Lockerung der Kreditvergabe werden wahrscheinlicher.** Entgegen unserer Erwartung – siehe hierzu unseren ECB Preview – hielt sich die EZB auf ihrer jüngsten Pressekonferenz bedeckt. Sie will zunächst die aktualisierten Projektionen der EZB-Experten abwarten, die dem Rat auf seiner nächsten Sitzung im März vorliegen werden. Vorstellbar sind somit zwei Entwicklungen. Entweder die EZB bleibt weiter zuversichtlich, insbesondere im Hinblick auf die robuste Binnenkonjunktur, und hält daran fest, über die Koppelung der Forward Guidance, in Kombination mit einem angebotsorientierten TLTRO II-Nachfolgeprogramm die Wirkung auf die Finanzierungsbedingungen zu verstärken. Oder ihre Zuversicht, dass die jüngste Wachstumsabschwächung lediglich vorübergehender Natur ist, gerät ins Wanken und sie entscheidet sich erneut für Sondermaßnahmen zur Lockerung der Kreditvergabe. Dies spräche für eine eher nachfrageorientierte Neuauflage der TLTRO II. So könnte die EZB ein neues gezieltes längerfristiges Refinanzierungsgeschäft auflagen und dies mit einer Erweiterung der Forward Guidance sowie Maßnahmen zur Entlastung der unter den anhaltenden Negativzinsen leidenden Banken (z.B. Erhöhung des Einlagenzinssatzes oder Staffelung der Mindestreservesätze) flankieren. Angesichts der zuletzt schwach ausgefallenen Konjunkturdaten hat das Risiko für dieses Szenario aus unserer Sicht eindeutig zugenommen.

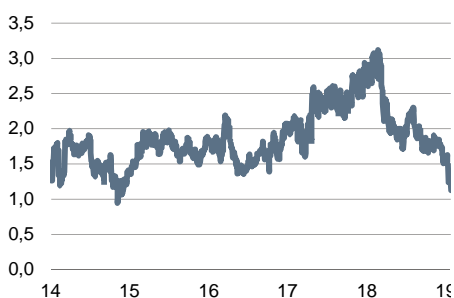
**Binnenkonjunktur gibt Anlass zur Sorge.** 2018 übertraf die robuste Binnenkonjunktur alle Erwartungen. Zu verdanken war dies den Konsumausgaben, die aufgrund des anhaltendem Beschäftigungszuwachses, höherer Löhne sowie lockerer Finanzierungsbedingungen kräftig stiegen. Ob sich unsere Hoffnung erfüllt, dass die zugrundeliegende Stärke der Binnennachfrage auch 2019 anhält und der Euroraum somit dem weltwirtschaftlichen Gegenwind trotzen kann, bleibt allerdings angesichts der aktuellen Konjunkturdatenlage fraglich. So stellte der kürzlich veröffentlichte Bank Lending Survey fest, dass sich die Kreditkonditionen verschlechtert haben und es für die Banken zunehmend schwieriger wird, den Kreditimpuls weiter zu steigern. Die relative Stärke der inländischen zu den ausländischen Auftragseingängen hat sich in den letzten Monaten ins Gegenteil verkehrt. Auch die Beschäftigungs- und Investitionsindikatoren sind rückläufig. Das gleiche gilt für unseren SIREN Momentum Indikator (siehe Grafik 1).

**Risiko einer Rezession steigt, ist aber nach wie vor gering.** Angesichts weiterhin günstiger Finanzmarktbedingungen und der zuletzt lockereren Fiskalpolitik im Euroraum überrascht die konjunkturelle Schwäche. Grund zur Hoffnung, dass sich das Vertrauen in die Auslandsnachfrage stabilisiert und in Kombination mit der Binnennachfrage das Wachstum im Euroraum unterstützt, gibt es durchaus. Voraussetzung hierfür wäre, dass der US-Chinesische Handelskonflikt, eine der wichtigsten Bedrohungen für Europa, nicht weiter eskaliert und es nicht zur Verhängung von Strafzöllen auf EU-Autoimporte in die USA kommt.

Unser SIREN-Momentum-Indikator signalisiert eine zunehmende Wachstumsverlangsamung ...

1

SIREN Momentum  
Implizites BIP-Wachstum, % gg. Vq., annualisiert



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank

<sup>9</sup> Banking on banks: profits, persistence and monetary policy. Focus Europe. Deutsche Bank Research. 22. Januar 2019.

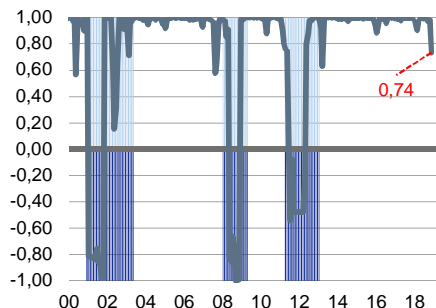


## Die R-Frage

... und die EZB blickt zunehmend auf das Wachstum

2

Tipping Indicator (TPI):  
(+1) Expansion; (-1) Schrumpfung



Unser TPI signalisiert, dass sich die Konjunktur weiterhin im Aufschwung befindet, aber die Wahrscheinlichkeit, dass dies noch immer so ist, nachgelassen hat.

Quellen: Deutsche Bank, EC, Macrobond

Wohl auch deshalb hat die EU Großbritannien angeboten, die Brexit-Übergangsphase um ein Jahr zu verlängern. Wenn es schon zu einem ungeordneten Ausstieg kommt, dann erst, wenn die Wirtschaft sich wieder auf Erholungskurs befindet. Schließlich könnte ein Schockereignis den Euroraum zum jetzigen Zeitpunkt in eine Rezession katapultieren. So liegt unser Tipping Point Indicator, mit dem wir messen, ob sich die Wirtschaft in einer Expansions- (+1) oder Kontraktionsphase (-1) befindet, zwar noch im positiven Bereich, war zuletzt aber rückläufig (siehe Grafik 2).<sup>10</sup>

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

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

<sup>10</sup> Für unsere jüngste Einschätzung des Rezessionsrisikos siehe Euro area economic cycle: slowing, not receding. Focus Europe. Deutsche Bank Research. 16. Januar 2019.



## Die R-Frage

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
6 Feb 2019	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Dezember	0,5	-1,0
7 Feb 2019	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Dezember	0,8	-1,8
8 Feb 2019	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Dezember	17,5	18,9
8 Feb 2019	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Dezember	-0,6	-0,3
8 Feb 2019	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Dezember	0,7	-1,3
14 Feb 2019	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.)	Q4 2018	0,1	-0,2
21 Feb 2019	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Februar	51,0	49,7
21 Feb 2019	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Februar	53,0	53,1
22 Feb 2019	10:00	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Februar	100,2	99,1
22 Feb 2019	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Details	Q4 2018	0,1	-0,2
28 Feb 2019	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	Februar	1,2	1,4
1 Mar 2019	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Februar	5,0	5,0
5 Mar 2019	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Januar	1,5	-4,3

\*lt. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

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

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



## Die R-Frage

Deutschland: Datenmonitor

	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Aug 2018	Sep 2018	Okt 2018	Nov 2018	Dez 2018	Jan 2019
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	104,3	102,5	103,3	102,0		104,0	103,9	102,8	102,2	101,0	99,1
ifo Geschäftserwartungen	100,7	98,8	100,1	98,6		101,1	101,0	99,7	98,7	97,3	94,2
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	107,9	105,1	104,6	101,6		105,0	104,7	102,6	101,8	100,5	98,8
Produktion (% gg. Vp.)	0,2	0,3	-1,6			0,4	-0,1	-0,6	-1,8		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-2,6	-1,4	-1,0			2,4	0,0	0,2	-1,0		
Grad der Kapazitätsauslastung	88,2	87,8	87,8	87,1	86,3						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	1,3	5,8	-0,1			-1,7	4,1	-2,0	-0,8		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	0,7	-5,2	0,7			-1,4	3,7	0,4	6,1		
ifo Bauhauptgewerbe	110,2	111,6	116,6	116,9		116,6	117,7	118,0	116,4	116,3	111,6
<b>Konsumentennachfrage</b>											
<b>EC Konsumentenbefragung</b>											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,7	-1,1	-1,5	-1,5		-1,2	-0,7	-1,1	-1,1	-2,3	-2,3
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-0,5	1,3	-0,6	0,1		-0,1	-0,3	0,8	1,6	-4,3	
	4,0	1,9	1,2	-8,1		24,7	-30,5	-7,4	-9,9	-6,7	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-2,6	-1,4	-2,3			5,7	-2,0	3,0	-3,2		
Exporte (% gg. Vp.)	-0,4	1,0	-0,2			0,1	-0,3	0,9	-0,3		
Importe (% gg. Vp.)	0,5	2,1	2,3			-2,2	0,6	0,8	-1,3		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	61,9	59,6	52,8			18,6	17,7	17,9	18,9		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	5,4	5,2	5,2	5,0		5,2	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-69,3	-40,0	-35,0	-43,7		-10,0	-22,0	-11,0	-16,0	-12,0	-2,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,4	1,3	1,2	1,1		1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	
ifo Beschäftigungsbarometer	104,8	103,9	104,7	104,1		105,0	104,9	104,7	103,6	104,1	103,0
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	1,4	1,9	2,1	2,1		1,9	2,2	2,4	2,2	1,7	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,3	1,2	1,2	1,4		1,1	1,2	1,5	1,2	1,4	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	2,0	2,6									
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-12,4	2,6	-0,5	-0,3		-0,2	-2,1	1,5	-0,1	-2,2	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	66,9	74,5	75,1	68,0		72,5	78,9	81,0	64,7	56,5	59,3
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	16,4	17,3	21,4	21,5		21,9	21,5	21,5	21,2	21,9	20,1
EC Unternehmensumfrage	15,0	13,8	15,8	17,6		15,9	16,5	14,4	17,3	21,1	18,9
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	2,4	1,7	3,2								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,7	2,9	3,2								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	3,5	1,6	2,8								
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	3,4	3,6	4,1	4,6		3,5	4,1	4,5	4,4	4,6	
Trend von M3*						3,6	3,8	4,0	4,3	4,5	
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	4,3	4,3	4,3	3,9		4,1	4,3	4,1	3,8	0,0	
Kredite an öffentliche Haushalte	-20,0	-7,0	-2,7			0,5	-2,7	-6,7	-6,4		

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

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



## Die R-Frage

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	2,375	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	0,05	0,75	1,50	0,15	1,75
Mar-19	2,375	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	0,05	1,00	1,50	0,20	1,75
Jun-19	2,625	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	0,05	1,00	1,50	0,35	2,00
Sep-19	2,625	-0,10	0,00	1,00	-0,75	-0,25	0,05	1,00	1,50	0,25	2,00

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	2,74	0,05	-0,31	0,92
Mar-19	2,93	0,05	-0,35	0,80
Jun-19	3,18	0,05	-0,33	0,90
Sep-19	3,43	0,05	-0,30	1,05

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,64	0,01	0,19	1,26
Mar-19	3,00	0,10	0,45	1,50
Jun-19	3,15	0,05	0,53	1,65
Sep-19	3,10	0,05	0,60	1,80

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,14	108,92	0,87	1,31	1,14	10,37	7,46	9,69	4,29	316,53	25,81
Mar-19	1,16	106,00	0,82	1,42	1,13	10,40		9,35	4,33	324,26	25,65
Jun-19	1,18	104,00	0,80	1,48	1,13	10,50		9,20	4,35	327,00	25,60
Sep-19	1,22	102,00	0,82	1,49	1,14	10,65		9,25	4,35	326,00	25,45

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

© Copyright 2019. 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.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

ISSN (Print): 2512-2371; ISSN (Online): 2568-1079