



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

6. März 2019

Autoren

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

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

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

Jan Schildbach
+49 69 910-31717
jan.schildbach@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
Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft ..3	
Nationale Industriestrategie des BMWi: Symptome erkannt, Medikation fragwürdig.10	
Bundshaushalt: „Plötzliche“ Finanz- lücken	17
Neuer Warenkorb dämpft Mietinflation und Inflationsrate insgesamt	21
Kreditvergabe an deutsche Unternehmen: Höhepunkt überschritten.....	24
EZB: Abwarten kann riskant sein, wenn die Konjunktur lahmt	26
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland	31
Datenkalender	32
Finanzmarktprognosen	33
Datenmonitor.....	34

Original in englischer Sprache: 1. März 2019

Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft. Die Rezession in der deutschen Industrie wurde durch die massive Verlangsamung des Welthandels ausgelöst. Wird der Dienstleistungssektor sich der Rezession des Verarbeitenden Gewerbes entziehen können, wie einige Umfragedaten es jüngst nahegelegt haben? Wir glauben dies nicht. Frühere Abschwünge in der Industrie haben auch Bremsspuren im Dienstleistungsbereich hinterlassen. In der Tat, dieser Zusammenhang ist bereits im Verlauf von 2018 sichtbar geworden.

Nationale Industriestrategie des BMWi: Symptome erkannt, Medikation fragwürdig. Die Forderung nach nationalen Champions und der Vorschlag, dass die Regierung unter bestimmten Umständen Unternehmensbeteiligungen erwerben sollte, haben eine heftige Debatte ausgelöst. Aus unserer Sicht sind solche Strategien mit erheblichen Risiken verbunden.

Bundshaushalt: „Plötzliche“ Finanzlücken. Laut Presseberichten steuert der Bund aufgrund der schwächeren Konjunktur auf ein Haushaltsloch von EUR 24,7 Mrd. für den Zeitraum 2019-23 zu. Sofern die Bundesregierung nicht vom Ziel der „Schwarzen Null“ abrückt, sind größere Koalitionskonflikte über die Zusammensetzung des Haushaltes wohl unausweichlich, wobei die Union tendenziell eher Steuererleichterungen präferiert und die SPD neue Sozialstaatsprogramme verfolgt.

Neuer Warenkorb dämpft Mietinflation und Inflationsrate insgesamt. Methodische Anpassungen reduzieren rückwirkend Gesamt- und Mietinflation. Ursächlich hierfür ist hauptsächlich die Einführung einer neuen Stichprobe zur Messung der Mieten, wodurch stärker als bisher Kleinvermieter berücksichtigt werden. Die neue Mietstichprobe könnte die Mietinflation künftig dämpfen. Diese Änderungen wirken sich auch auf den harmonisierten Index (HVPI) aus und haben potenziell Auswirkungen sowohl auf die europäische Geldpolitik als auch inflationsindexierte Anleihen.

Kreditvergabe an deutsche Unternehmen: Höhepunkt überschritten. Die Kreditvergabe an deutsche Unternehmen und Selbstständige hat 2018 stark expandiert. Der Aufschwung wurde dabei von vielen Branchen getragen. So legte das Kreditvolumen mit dem Verarbeitenden Gewerbe um 6,8% zu, mit dem Dienstleistungssektor um 6% und mit Selbstständigen um 3,1%. Dieses Jahr dürfte der konjunkturelle Abschwung sowohl Banken als auch Unternehmen bei der Kreditfinanzierung vorsichtiger werden lassen.

EZB: Abwarten kann riskant sein, wenn die Konjunktur lahmt. Die EZB sollte ihre Geldpolitik im Vergleich zu den bisherigen Plänen lockern, wenn sich der Ausblick für die Preisstabilität spürbar verschlechtert, wenn die Geldpolitik bzw. ihre Transmission zu restriktiv im Vergleich zum Konjunkturausblick ist oder wenn gar beides eintritt.



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

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	0,9	1,3	1,7	1,3	1,5	2,7	2,3	2,0	-0,8	-1,0	-1,0
Deutschland	1,4	0,5	1,4	1,9	1,7	1,4	7,4	6,5	6,1	1,7	0,8	0,8
Frankreich	1,5	1,3	1,3	2,1	1,5	1,7	-0,7	-0,3	-0,2	-2,5	-3,2	-2,0
Italien	0,8	0,3	0,7	1,2	1,2	1,4	2,5	2,2	2,2	-2,1	-2,4	-2,2
Spanien	2,5	2,1	2,0	1,7	1,3	2,0	1,4	1,2	1,0	-2,7	-2,2	-1,8
Niederlande	2,6	1,9	1,8	1,6	2,3	2,0	10,2	9,9	9,7	0,8	0,6	0,4
Belgien	1,4	1,4	1,4	2,3	1,8	1,6	0,3	0,4	0,5	-1,1	-1,3	-1,4
Österreich	2,8	1,9	1,8	2,1	1,6	1,8	2,2	2,3	2,5	-0,2	0,1	0,3
Finnland	2,2	1,9	1,8	1,2	1,3	1,5	-1,6	0,0	0,5	-0,7	-0,7	-0,6
Griechenland	2,0	1,9	1,8	0,8	1,0	2,7	-1,0	-0,6	-0,3	0,6	1,1	1,3
Portugal	2,2	1,7	1,5	1,2	0,7	1,6	-0,4	0,0	0,0	-0,8	-0,7	-0,6
Irland	6,4	3,4	3,3	0,7	1,0	1,1	11,0	10,0	9,0	0,0	0,0	0,3
Großbritannien	1,4	1,5	1,3	2,5	1,9	2,2	-3,5	-3,3	-3,0	-1,1	-1,4	-1,4
Dänemark	1,2	1,9	1,7	0,7	1,5	1,8	6,0	6,2	6,1	-0,3	-0,2	0,2
Norwegen	1,7	2,1	2,0	2,8	2,1	2,0	6,2	6,0	6,1	7,2	5,3	5,2
Schweden	2,4	2,0	1,9	2,0	1,9	1,9	2,8	3,1	3,1	1,7	0,9	0,6
Schweiz	2,5	1,4	1,6	0,9	0,8	1,1	10,3	10,3	10,7	0,4	0,5	0,4
Tschech. Rep.	2,9	2,7	2,8	2,1	1,9	1,9	0,5	0,3	0,3	1,4	1,0	0,9
Ungarn	4,8	3,3	3,0	2,9	2,9	3,0	1,6	1,0	1,2	-2,1	-2,0	-1,8
Polen	5,1	3,6	3,2	1,8	2,0	2,7	-0,5	-0,9	-0,7	-0,9	-1,6	-1,9
USA	2,9	2,5	2,1	2,4	1,6	2,3	-2,5	-3,5	-3,5	-3,8	-4,2	-4,1
Japan	0,7	0,4	0,2	1,0	0,6	0,7	3,4	3,8	4,2	-2,3	-2,0	-1,9
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	3,4	3,5	3,3	3,0	3,0						

*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	2018	2019P	2020P	2019				2020			
					Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	2,2	1,4	0,5	1,4	-0,1	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3
Privater Konsum	1,8	1,0	0,8	1,3	0,1	0,4	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
Staatsausgaben	1,6	1,0	2,0	1,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	2,9	2,6	2,5	2,8	0,5	0,6	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5
Ausrüstungen	3,7	4,2	2,1	2,4	0,5	0,7	0,7	0,5	0,3	0,0	0,0	0,3
Bau	2,9	2,4	3,5	3,8	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Lager, %-Punkte	0,1	0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Exporte	4,6	2,0	1,6	3,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Importe	4,8	3,3	3,5	3,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Nettoexport, %-Punkte	0,2	-0,4	-0,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-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	0,0	1,0								
Budgetsaldo, % BIP	1,0	1,7	0,8	0,8								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	63,9	60,1	57,7	55,1								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	8,0	7,4	6,5	6,1								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	261,2	249,1	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

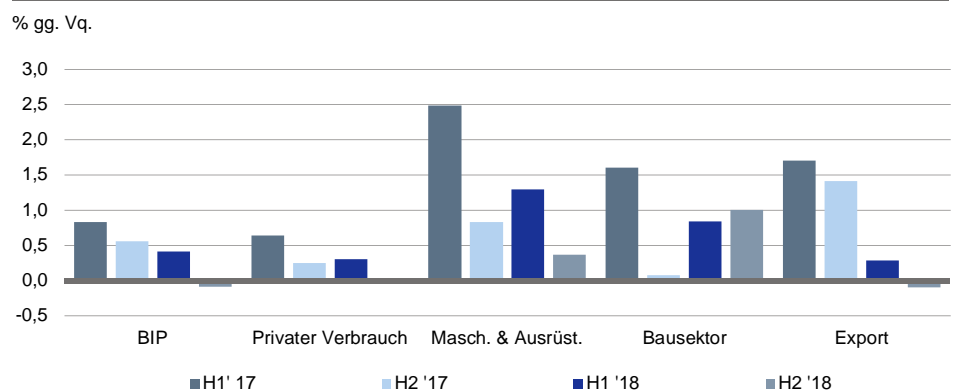


Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

- Der deutlich schwächere – und im späteren Jahresverlauf 2018 sogar rückläufige Welthandel hat die deutsche Industrie in eine Rezession katapultiert. Zumindest zum Teil ist dies auch dem Brexit, den US-Chinesischen Handelsspannungen und der Wachstumsverlangsamung in China geschuldet.
- Die tiefen Spuren, die der außenwirtschaftliche Gegenwind in der deutschen Wirtschaft hinterlässt, lassen sich wohl vor allem durch zwei Faktoren erklären. Zum einen leidet Deutschland angesichts seiner hohen Abhängigkeit von Autoexporten besonders unter der zuletzt spürbar schwächeren weltweiten Fahrzeugnachfrage. Zum anderen spielt China eine immer größere Rolle für den Wirtschaftsstandort Deutschland. Dank der aufgrund der „Made in China 2025“-Strategie kräftigen Nachfrage nach deutschen Investitionsgütern blieben die deutschen Exporte von der Abkühlung der chinesischen Konjunktur aber vorerst weitgehend verschont. Wohl auch deshalb ist die Entwicklung der deutschen Wirtschaft im Vergleich zu früheren außenwirtschaftlichen Schwächephasen und gemessen an der Entwicklung in anderen wichtigen Exportländern nicht außergewöhnlich.
- Ob sich der Dienstleistungssektor – wie einige Umfragen zuletzt signalisierten – dem Abwärtssog der Industrie entziehen kann, erscheint aus unserer Sicht fraglich. Denn in der Vergangenheit war eine Schwächephase im Verarbeitenden Gewerbe stets Vorbote eines Abschwungs im Dienstleistungssektor. An diesem Muster dürfte sich auch dieses Mal nichts ändern, wie die im Jahresverlauf 2018 einsetzende Entwicklung der Output-Trends andeutet.
- Ein Abrutschen des Dienstleistungssektors in die Rezession ist dennoch eher unwahrscheinlich. Denn vieles spricht dafür, dass die Binnenwirtschaft insgesamt auf Expansionskurs bleibt – wenn auch mit moderaterem Tempo. Für eine Trendwende in der Industrie wird das aber wohl kaum ausreichen, auch wenn belastende Sonderfaktoren allmählich auslaufen. Nur bei einer Belebung der Weltwirtschaft dürfte auch die Industrie wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren. Doch damit ist in den kommenden Monaten kaum zu rechnen.

Durchschnittliche Wachstumsraten des deutschen BIP und dessen Komponenten

1



Quellen: Statistisches Bundesamt, CPB

Wirtschaft stagnierte in Q4

Entgegen den ursprünglichen Äußerungen des Statistischen Bundesamtes ist die deutsche Wirtschaft auch im vierten Quartal nicht gewachsen, nachdem sie bereits im Vorquartal aufgrund des WLTP-Effektes um 0,2% geschrumpft war.



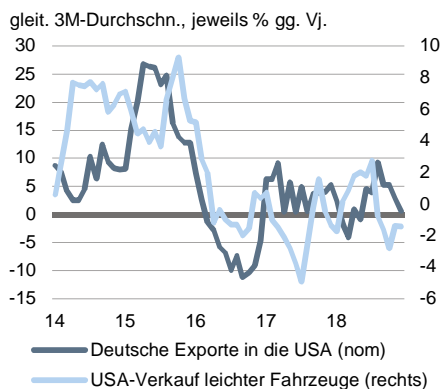
Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

Zumindest die inländische Endnachfrage (BIP minus Außenbeitrag und Lagerinvestitionen) ist aber um solide 0,6% gg. Vj. gestiegen. Im dritten Quartal hatte diese noch stagniert. Zurückzuführen war dies auf den Abbau der Lagerbestände um 0,6 %-Punkte des BIP (in Q3 stand hier aufgrund des WLTP-Effekts noch ein Plus von 0,8 %-Punkten zu Buche), bei wachstumsneutralem Außenbeitrag.

Inlandsnachfrage weiterhin robust

USA - Inlandsverkäufe leichter Fahrzeuge & deutsche Exporte in die USA

2



Quellen: Statistisches Bundesamt, Bloomberg Finance LP

Konjunkturmotor im Jahr 2018 war die Binnennachfrage, obwohl auch diese sich in der zweiten Jahreshälfte spürbar abschwächte. Zu verdanken war dies unter anderem den privaten Konsumausgaben. Denn infolge des anhaltenden – wenngleich zuletzt moderateren – Beschäftigungszuwachses und der kräftigen Lohnsteigerungen im vergangenen Jahr stiegen die real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte um 1,3%. Mit 1% fiel das Plus bei den privaten Konsumausgaben entsprechend deutlich aus, während die Sparquote von 9,9% auf 10,3% stieg.

Die Investitionsausgaben legten im gleichen Zeitraum um 4,5% zu, und auch die Bauwirtschaft konnte aufgrund der dynamischen Nachfrage, niedriger Zinsen und höherer Ausgaben für öffentliche Infrastruktur ihre Produktion deutlich um 3% steigern. Auch wenn die Unternehmensinvestitionen infolge des schwächeren Welthandels und zunehmender wirtschaftspolitischer Unsicherheiten wohl an Schwung verlieren dürften, deutet derzeit nichts darauf hin, dass die anderen Komponenten der Inlandsnachfrage – privater Konsum und Bauinvestitionen – zum konjunkturellen Bremsklotz werden könnten.

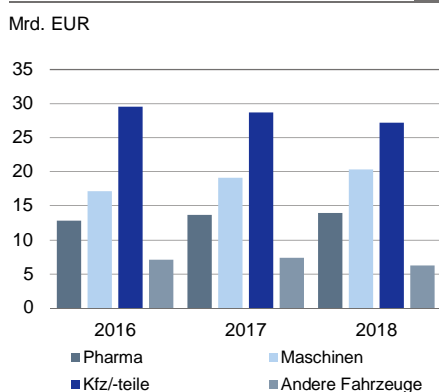
Welche Rolle spielen Handelskonflikt, Brexit und Wachstumsabkühlung in China?

Die große Frage lautet also: Ist die aktuelle Konjunkturschwäche in Deutschland lediglich das Ergebnis einer ungünstigen Gemengelage von negativen externen Faktoren? Nach Risiken für die deutsche Wirtschaft muss man nicht suchen. Neben dem Brexit sind dies vor allem der US-Chinesische Handelskonflikt, in den auch die EU stärker hineingezogen werden könnte, und die Wachstumsabschwächung in China. Schließlich waren die USA (8,6%) im Jahr 2018 der wichtigste Absatzmarkt für deutsche Exporte. Die Plätze drei und fünf der Hauptexportländer gingen an China (7,1%) und Großbritannien (6,2%). 2018 verzeichneten die deutschen Warenexporte (nominal, Leistungsbilanz) nur noch einen Zuwachs von 3% (2017: 6,2%). Bei den Ausfuhren von Gütern und Dienstleistungen (VGR) stand nach einer weiteren Abschwächung im Schlussquartal auf gerade mal 0,4% (VGR) resp. 1,5% gg. Vj. (Leistungsbilanz) im Gesamtjahr nur noch ein Plus von real 2% zu Buche. Exporte in die USA enttäuschten im Jahr 2018.

Die Warenexporte in die USA wuchsen 2018 nur noch um nominal 1,5%, wobei die zunehmende Sättigung des US-Fahrzeugmarktes eine weitaus größere Rolle gespielt haben dürfte als der eskalierende Handelskonflikt. Im Verlauf der vergangenen Monate hat die Exportnachfrage weiter an Schwung verloren. Hauptursächlich hierfür waren die Autoexporte, die 24% der deutschen Ausfuhren in die USA ausmachen. So rutschte der Absatz von Pkw und leichten Nutzfahrzeugen im späteren Jahresverlauf 2018 sogar ins Minus (Sep./Dez.: -2,5% gg. Vj.). Ihren Marktanteil konnten die deutschen Autohersteller vor allem wegen höherer Verkaufszahlen bei Fahrzeugen aus US-Produktion dennoch ausbauen. Die seit dem 1. Juni geltenden Strafzölle auf Aluminium und Stahl hingegen dürften kaum Spuren hinterlassen haben. Denn die deutschen Aluminium-

Deutsche Exporte in die USA

3



Quelle: Statistisches Bundesamt



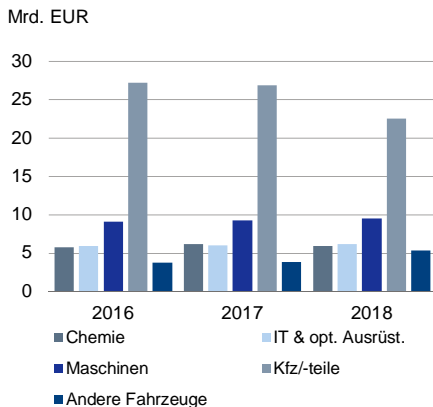
Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

ausführen in die USA beliefen sich auf lediglich EUR 0,58 Mrd. (2017), Stahllexporte auf rund EUR 1 Mrd., während die gesamten Ausfuhren in die USA EUR 111,8 Mrd. (2018) erreichten.

Exporte nach Großbritannien seit 2016 im Minus

Deutsche Exporte nach Großbritannien

4



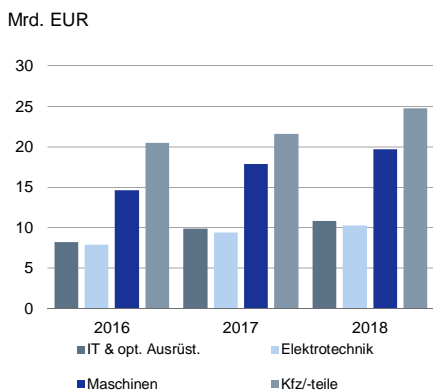
Quelle: Statistisches Bundesamt

Der erneute Rückgang der Exporte nach Großbritannien um 4% im Jahr 2018 war fast ausschließlich dem deutlichen Minus von 16,3% bei Pkw und Kfz-Ersatzteilen geschuldet, die immerhin 27,4% der gesamten deutschen Lieferungen nach Großbritannien ausmachten. Bei anderen wichtigen Produktgruppen wie Maschinen (11,5%) oder IT und optische Geräte (7,5%) stand auch 2018 noch ein Plus von 4,2% bzw. 5,1% zu Buche. Besonders hart getroffen von der Unsicherheit rund um den Brexit wurde der pharmazeutische Sektor. Entsprechend deutlich fiel der Einbruch der Pharma-Ausfuhren im Jahr 2018 aus (-32,5%). Der Anteil des Sektors an den gesamten deutschen Exporten nach Großbritannien sank in der Folge auf nur noch 5%. Angesichts der sich zuletzt weiter verschärfenden Brexit-Sorgen erwarten wir bis auf Weiteres keine Wende zum Besseren.

China – deutsche Exporte dank „Made in China 2025“-Strategie von Wachstumsabschwächung weitgehend verschont

Deutsche Exporte nach China

5



Quelle: Statistisches Bundesamt

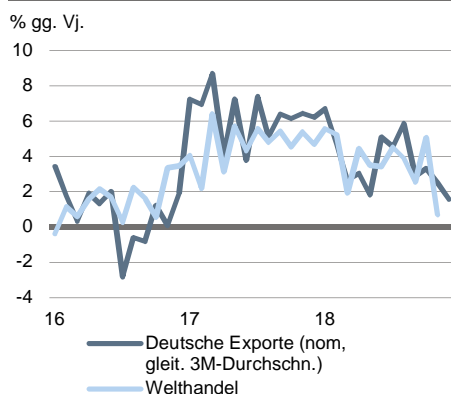
Mit einem Plus von 8,1% waren die Ausfuhren nach China auch 2018 sehr robust, obwohl sich die chinesische Konjunktur insgesamt abkühlt. Zu verdanken war dies der im Rahmen der „Made in China 2025“-Strategie gestarteten Investitionsinitiative, mit der die chinesische Regierung über den Ausbau des inländischen Kapitalbestands die Abhängigkeit von Importen reduzieren will. Profiteure waren die deutschen Hersteller von Investitionsgütern. Auch bei den Autoexporten (Anteil von 26,5% an den gesamten deutschen Ausfuhren nach China) stand – wohl auch aufgrund der im Juli 2018 in Kraft getretenen Senkung der Einfuhrzölle auf ausländische Autos und Kfz-Ersatzteile – im vergangenen Jahr ein kräftiges Plus von 14,6% zu Buche. Und das obwohl die Neuzulassungen in der zweiten Jahreshälfte spürbar um 11% einbrachen, was zum Teil auch darauf zurückzuführen war, dass sich die Verbraucher angesichts erhoffter Steuererleichterungen beim Autokauf zunächst zurückhielten.

Insgesamt absorbierten die USA, China und Großbritannien 27,5% der globalen Importe (erste drei Quartale 2018, USD). Die Probleme, mit denen sie zu kämpfen haben, dürften daher wesentlich dazu beigetragen haben, dass der Welthandel im Laufe des Jahres 2018 an Tempo verlor, umso mehr, da diese Länder eine tragende Rolle bei regionalen Wertschöpfungsklustern spielen. Angesichts der sich auf breiter Basis – also auch in Regionen, die weniger stark unter Brexit, Handelskonflikten und der Abkühlung der chinesischen Konjunktur leiden – abschwächenden Auslandsnachfrage stellt sich gleichwohl die Frage, inwieweit die deutsche Volkswirtschaft mit ihrer traditionell hohen Exportabhängigkeit anfällig für die weltweit zu beobachtende Nachfrageschwäche ist.

Deutsches BIP: Hoher Zusammenhang mit dem Welthandel

Deutsche Exporte nahezu im Gleichlauf mit dem Welthandel

6



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Der Welthandel hat im Verlauf des zweiten Halbjahres 2018 nach unten gedreht. So stand im späteren Jahresverlauf ein Minus zu Buche, nachdem zu Jahresbeginn noch Wachstumsraten von mehr als 5% gg. Vj. verzeichnet wurden. Wie die Grafiken 6 und 7 zeigen, besteht ein hoher Zusammenhang zwischen Welthandel und dem deutschen Wirtschaftswachstum. Bei den Vorjahresraten liegt die gleichlaufende Korrelation bei 0,7, gegenüber dem Vorquartal bei 0,6. Die Grafik zeigt deutlich das Risiko der deutschen Wirtschaft in Phasen, in

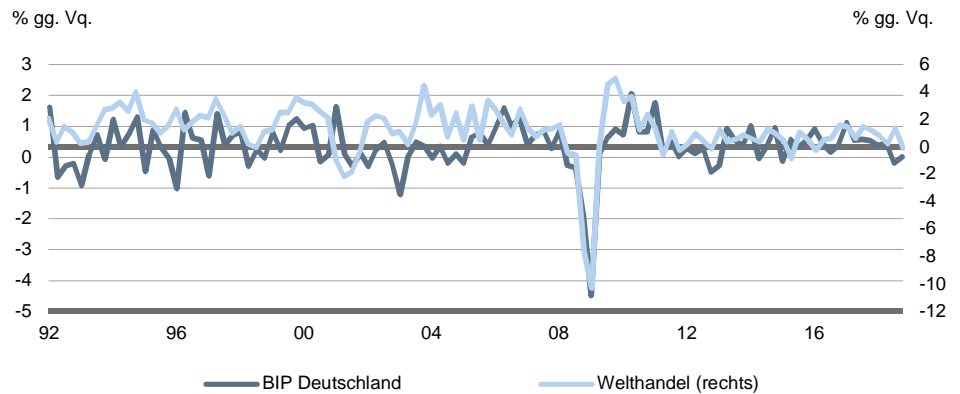


Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

denen die Auslandsnachfrage schrumpft, in eine Rezession abzurutschen. Auch gibt es kaum Indizien für einen „deutschen Sonderfaktor“ im aktuellen Abschwung, wenn man die aktuelle Schwächephase der deutschen Ausfuhren mit der Entwicklung in anderen wichtigen Exportländern vergleicht.

Welthandel und deutsches BIP

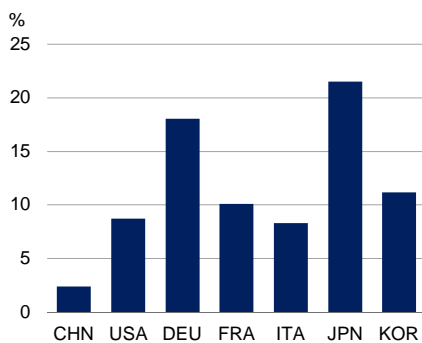
7



Quellen: Statistisches Bundesamt, CPB

Anteil der Autoexporte an den gesamten Güterexporten verschiedener Länder

8



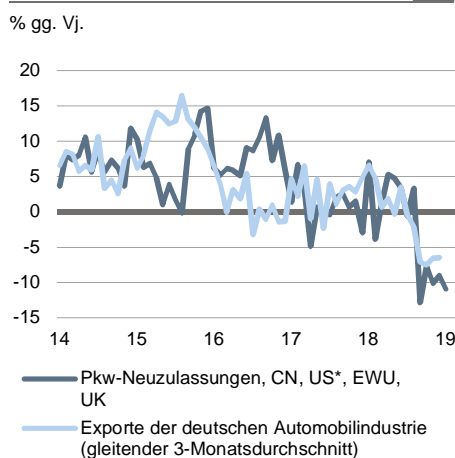
Quellen: WTO, Deutsche Bank Research

Starke Abhängigkeit von Autoexporten

Zwei Faktoren könnten Deutschland allerdings besonders anfällig machen. Zum einen der starke Fokus auf den Automobilsektor, der sich klar in der Struktur der Exporte widerspiegelt. Nur in Japan war der Anteil der Autoexporte an den gesamten Ausfuhren im Jahr 2017 noch höher – allerdings nur moderat. Schätzungen des Verbands der Automobilindustrie zufolge dürfte die Zahl der weltweit neu zugelassenen Fahrzeuge 2018 um 1% gesunken sein, nach einem Zuwachs von 2% im Jahr 2017. Es mag daher kaum überraschen, dass unsere japanischen Analysten ihre BIP-Prognose für 2019 auf 0,4% gesenkt haben.

Schwache weltweite Autonachfrage belastet deutsche Autoexporte

9



* Light vehicles

Quellen: ACEA, Bureau of Economic Analysis, China Information, Federal Statistical Office

Enge wirtschaftliche Beziehungen zu China

Zum anderen Deutschlands starke Ausrichtung auf China. Die Bundesbank hat erstmals im Jahr 2015 anhand von Modellsimulationen analysiert, wie sich ein massiver Einbruch der chinesischen Inlandsnachfrage auf andere Länder auswirken würde. Von allen untersuchten großen Volkswirtschaften wäre Deutschland danach am stärksten betroffen. Lediglich die asiatischen Nachbarländer Japan und Südkorea würden noch mehr in Mitleidenschaft gezogen. Bereits zum damaligen Zeitpunkt vermutete die Bundesbank allerdings, dass sie die Wirkungen eines Konjunkturerinbruchs in China sogar noch unterschätzt, da ihre Simulationen weder die Vertrauensskala noch mögliche Transmissionen über die Finanzmärkte oder den Ertragskanal berücksichtigten.¹ In einer kürzlich veröffentlichten Untersuchung hat sie ihr Modell angepasst und dabei mit einfließen lassen, dass Investitionen stärker auf einen Konjunkturerinbruch reagieren als der private Konsum, vor allem wenn der Abschwung durch Probleme des Finanzsektors ausgelöst wird. Der Ausstrahleffekt auf die deutsche Wirtschaft wird dabei durch die – im Vergleich zum Konsum – deutlich höhere Importelastizität der chinesischen Investitionen verstärkt. In ihrer jüngsten Simulation unterstellte die Bundesbank eine Verlangsamung des chinesischen BIP auf 2% für zwei Jahre, was im zweiten Jahr einen Rückgang der chinesischen Importe um 25%

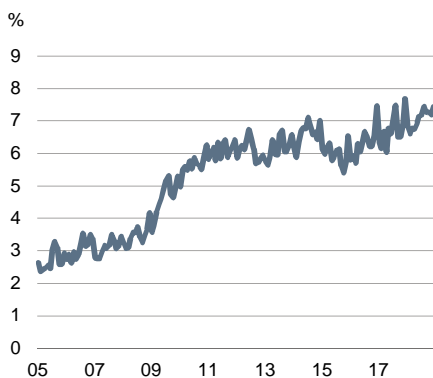
¹ Deutsche Bundesbank Monatsbericht, Juli 2015



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

Anteil Chinas an den deutschen Güterexporten

10

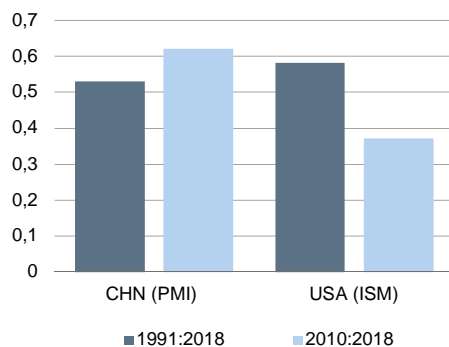


Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutsches BIP: China zunehmend wichtiger

11

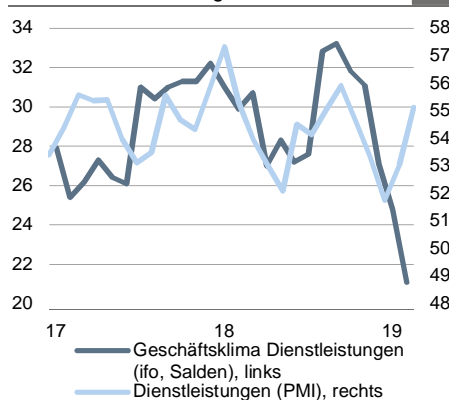
Korrelationen mit dem deutschen BIP-Wachstum (gg. Vj.)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Haver Analytics, Deutsche

Dienstleistungen: ifo und PMI zeigen in verschiedene Richtungen

12



Quellen: ifo, IHS Markit

und eine Reduzierung des deutschen BIP um 0,8 %-Punkte gegenüber dem Basiszenario zur Folge hätte. Aber selbst dieses Modell könnte die Ausstrahlungseffekte noch unterschätzen, da ausschließlich der Handelskanal in die Simulation einfließt.² Vorerst zumindest könnte dieser Effekt Deutschland aber aufgrund der im Rahmen der „Made in China 2025“-Strategie getätigten Investitionen sogar zugutekommen.

Tatsächlich hat der Gleichlauf zwischen den beiden Volkswirtschaften in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen. Deutschlands Abhängigkeit von China könnte daher sogar noch größer sein, als die verstärkten Handelsbeziehungen vermuten lassen. So ist die Korrelation zwischen dem um ein Quartal verzögerten deutschen BIP (gg. Vj.) und dem chinesischen Einkaufsmanagerindex seit 2010 auf 0,62 gestiegen, während sie mit dem US ISM auf 0,37 gesunken ist (2004 lag diese noch bei 0,58 und damit leicht höher als mit dem chinesischen PMI bei 0,53). Schätzungen unserer Aktienanalysten zufolge generierten deutsche Autohersteller im Jahr 2015 22% bis 62% ihrer Gewinne in China.

Kann sich der Dienstleistungssektor dem Abwärtssog der Industrie entziehen? Umfrageergebnisse liefern kaum verlässliche Hinweise

Auslöser der spürbaren Konjunkturverlangsamung in Deutschland ist das Verarbeitende Gewerbe. Nach einer Stagnation im ersten Halbjahr 2018 mit durchschnittlichen Quartalsraten von -0,1% brach die Industrieproduktion in der zweiten Jahreshälfte massiv ein. Im dritten Quartal schrumpfte sie um 0,9% gg. Vq., im vierten Quartal nochmals um 1%. Die Frage, ob die Rezession im Verarbeitenden Gewerbe vor allem das Ergebnis von Sondereffekten ist (WLTP, Niedrigwasser des Rheins und die stark schwankende Fertigung im Pharmasektor), wird zwar nach wie vor kontrovers diskutiert. Aus unserer Sicht spricht jedoch der weitere Rückgang von ifo und Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe – insbesondere bei den vorausschauenderen Komponenten – dafür, dass diese Sondereffekte wohl in begrenzterem Umfang als angenommen für den Abschwung verantwortlich sind.

Wie der kurzfristige Wachstumsausblick ausfällt, hängt also vor allem davon ab, ob die Binnennachfrage weiter für ausreichend Wachstumsimpulse sorgt. Dies gilt insbesondere für den Dienstleistungssektor, der 61% zum Wirtschaftswachstum in Deutschland beiträgt³ (produzierendes Gewerbe 23% und Bausektor 5%). Zwar haben auch die Dienstleistungen im Verlauf des zweiten Halbjahrs 2018 an Schwung verloren (durchschnittliche Quartalsraten von 0,3% verglichen mit 0,5% im gesamten Expansionszyklus). Im Gesamtjahr wurde aber immerhin noch ein Plus von 1,9% erreicht, während das Produzierende Gewerbe im gleichen Zeitraum kräftig um 2,1% schrumpfte.

Allerdings gibt es kaum verlässliche Echtzeitdaten für den Dienstleistungssektor und die monatlich im Rahmen des ifo Geschäftsklima Deutschland oder des Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor erhobenen Umfrageergebnisse weisen nur einen sehr lockeren Zusammenhang mit der Bruttowertschöpfung in der Branche auf, zumindest was die Quartalsdaten anbelangt. Im Vergleich zum Ifo Geschäftsklima für den Dienstleistungssektor (Korrelation von 0,38 mit dem Output) hat sich der Einkaufsmanagerindex ab 2005 zunächst zwar deutlich besser geschlagen (0,58), weist aber seit 2013 gar keinen Gleichlauf mehr auf (-0,02%). Auch beim ifo Geschäftsklimaindex sieht es seither nicht viel besser aus. Dort beträgt die Korrelation nur noch dürftige 0,18. Schaut man dagegen auf die Jahresraten seit 2013, besteht ein höherer Gleichlauf mit der

² Deutsche Bundesbank Monatsbericht, Juli 2018

³ Der Dienstleistungsbereich umfasst nach unserer Definition die folgenden Sektoren (Gewichte in Klammern): Einzelhandel (24%), Information und Kommunikation (7%), Immobilien- und Finanzwesen (21%), wirtschaftliche (21%) und öffentliche Dienstleistungen (27%)

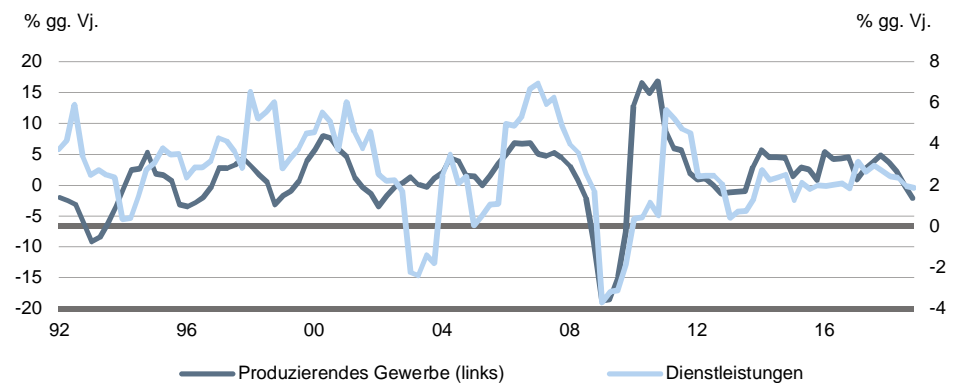


Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

Bruttowertschöpfung, wobei hier der ifo Index (Korrelation 0,54) vor dem Einkaufsmangerindex (0,44) liegt. Seit August 2018 tendieren zwar beide Indikatoren nach unten, im Januar/Februar zeigte sich aber eine deutliche Divergenz. Während beim ifo Index für die Dienstleistungsbranche der Rückgang noch deutlicher ausfiel als in den Vormonaten, erholte sich sein Pendant beim Einkaufsmangerindex spürbar und ist nun weniger als einen Punkt von seinem Höchststand im August entfernt.

Bruttowertschöpfung: Produzierendes Gewerbe & Dienstleistungssektor

13



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Harte Daten implizieren, dass die Industrie dem Dienstleistungssektor vorausläuft

Geht man davon aus, dass das Wachstum im Dienstleistungssektor vom Verarbeitenden Gewerbe getrieben wird, müsste sich dies eigentlich im verzögerten Gleichlauf der Einkaufsmanger- resp. Geschäftsklimaindizes für die Sektoren niederschlagen. Die Korrelation zwischen dem verzögerten ifo Index für das Verarbeitende Gewerbe und dem für den Dienstleistungssektor ist aber nur unwesentlich größer als umgekehrt. Da – wie oben ausgeführt – der Geschäftsklimaindex für die Dienstleistungsbranche allerdings nur einen geringen Gleichlauf mit der Bruttowertschöpfung in der Branche aufweist, untersuchen wir im Folgenden, ob eine Kausalität zwischen der Bruttowertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe und der im Dienstleistungsbereich besteht. Eine grafische Analyse bestätigt diese Vermutung (siehe Grafik 13). Zumindest in Phasen, in denen das Produzierende Gewerbe spürbar geschrumpft ist, ging anschließend auch das Wachstum im Dienstleistungssektor zurück (1992, 1995, 1997, 2000, 2006 und 2010). (Eine Ausnahme ist der Zeitraum 2003-2005, vermutlich aufgrund der Liberalisierung des Telekommunikationssektors.) Die nachfolgende Tabelle zeigt die in beide Richtungen wirkenden Korrelationen. In den hier aufgeführten Untersuchungszeiträumen (1991-2018, 2006-2018) lief die Bruttowertschöpfung im Produzierenden Gewerbe der im Dienstleistungsbereich weit voraus, in der Spitze um zwei bis drei Quartale. Dieses Muster zeigte sich zuletzt wieder im Jahresverlauf 2018. Auch wenn dies nicht bedeuten muss, dass der Dienstleistungssektor in die Rezession abrutschen wird, dürfte sich der Sektor dem Abwärtssog der Industrie nicht vollständig entziehen können.



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

Korrelationen zwischen BWS des Dienstleistungssektors und des Produzierenden Gewerbes

Lag	1991-2018		2006-2016	
	Dienstleistungssektor	Produzierendes Gewerbe nachlaufend	Dienstleistungssektor	Produzierendes Gewerbe nachlaufend
	Produzierendes Gewerbe nachlaufend	Dienstleistungssektor	Produzierendes Gewerbe nachlaufend	Dienstleistungssektor
1	0,48	0,18	0,66	0,32
2	0,48	-0,07	0,66	0,03
3	0,46	-0,29	0,62	-0,26
4	0,4	-0,46	0,55	-0,52
5	0,24	-0,5	0,34	-0,6
6	0,07	-0,46	0,11	-0,62

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Ausstrahleffekte des weltwirtschaftlichen Umfelds auf den Dienstleistungssektor sprechen gegen eine kräftige Erholung im ersten Halbjahr

Wie unsere Analyse zeigt, ist die deutsche Wirtschaft vor allem aufgrund des kräftigen außenwirtschaftlichen Gegenwinds ins Stocken geraten, der unter anderem dem Brexit, den Handelsspannungen und der Abkühlung der chinesischen Wirtschaft geschuldet ist. Hinzu kommt die weltweit schwächere Fahrzeugnachfrage. Diese trifft Deutschland besonders hart. Schließlich macht diese Warengruppe den Löwenanteil an den deutschen Exporten aus. Gemessen an früheren außenwirtschaftlichen Schwächephasen resp. der Exportleistung in anderen wichtigen Ausfuhrländern zeigt sich die deutsche Wirtschaft bisher aber vergleichsweise unbeeindruckt.

Letztendlich hängt alles davon ab, inwieweit sich das übliche Muster wiederholt, dass der Dienstleistungssektor durch den Abwärtstrend des Produzierenden Gewerbes ebenfalls in Mitleidenschaft gezogen wird. Die Entwicklung in 2018 deutet darauf hin. Vieles spricht dafür, dass die Binnenkonjunktur zwar geschwächt wird, aber trotzdem auf Wachstumskurs bleibt – der robuste Arbeitsmarkt, die soliden Lohnzuwächse und der strukturelle Nachfrageüberhang am Immobilienmarkt in Kombination mit weiterhin extrem niedrigen Zinsen. Auf der anderen Seite ist in den kommenden Monaten kaum mit einer deutlichen Belebung des Welthandels zu rechnen. Für das erste Halbjahr 2019 erwarten wir aufgrund der Rezessionstendenzen in einigen Bereichen daher nur ein sehr schwaches gesamtwirtschaftliches Wachstum.

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



Nationale Industriestrategie des BMWi: Symptome erkannt, Medikation fragwürdig

- Das Bundeswirtschaftsministerium hat eine „Nationale Industriestrategie 2030“ veröffentlicht. Es ist ein klares politisches Signal der Wertschätzung für die deutsche Industrie. Die Industriestrategie skizziert die Herausforderungen für den Standort Deutschland bzw. die exportorientierte deutsche Industrie zutreffend (zunehmender Protektionismus, staatlich geförderte Industriepolitik in China, Rückstand bei digitalen Technologien). Einen konkreten Zielwert für den Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamten Bruttowertschöpfung halten wir nicht für sinnvoll.
- Ein Teil der in der Industriestrategie beschriebenen Probleme und Herausforderungen ist nicht auf einen unfairen internationalen Wettbewerb, Protektionismus oder steigenden Staatseinfluss im Ausland, sondern auf politische Rahmenbedingungen im Inland zurückzuführen. Beispielsweise weist das BMWi-Papier zu Recht auf die Bedeutung geschlossener Wertschöpfungsketten hin. Zugleich sinkt aber der Kapitalstock in energieintensiven Industrien u.a. wegen der nationalen Klima- und Energiepolitik.
- Zwei Aspekte der Industriestrategie lösten besonders heftige Debatten aus. Zum einen die Forderung nach nationalen Champions. Zum anderen ist die Aussage auf Kritik gestoßen, dass der Staat in bestimmten Fällen selbst Unternehmensanteile erwerben können soll. Auch aus unserer Sicht überwiegen die Risiken gerade hinsichtlich der wettbewerbspolitischen Folgen sowie der grundsätzlichen Erfolgsaussichten staatlicher Einflussnahme.

Bundeswirtschaftsminister Peter Altmaier hat Anfang Februar eine „Nationale Industriestrategie 2030“ veröffentlicht. Sie enthält „strategische Leitlinien für eine deutsche und europäische Industriepolitik“. Wie ist diese Strategie, die laut BMWi explizit ein „erster Aufschlag“ ist und „weder Vollständigkeit noch ungeteilte Zustimmung“ beansprucht, zu beurteilen?

Zunächst ist es zu begrüßen, dass von Seiten der Politik ein klares Signal der Wertschätzung für die deutsche Industrie ausgesprochen wird. Wir selbst hatten in einem Bericht von Ende Januar noch bemängelt, dass dies nicht immer der Fall ist und dass industriepolitische Diskussionen zuletzt zu selten von Fakten geprägt waren.⁴ Ferner skizziert die Strategie des BMWi die internationalen Herausforderungen für den Standort Deutschland bzw. die exportorientierte deutsche Industrie durchaus zutreffend (wenngleich nicht abschließend):

- Es gibt weltweit protektionistische Tendenzen. Gerade die USA setzen im Rahmen der „America-First-Politik“ von US-Präsident Trump in den letzten Monaten auf höhere Importzölle und Handelsbeschränkungen. Bei einzelnen industriellen Erzeugnissen (Stahl, Aluminium) wurden die Zölle bereits erhöht.
- China betreibt eine aktive Industriepolitik und fördert gezielt einen breiten Strauß von Schlüsseltechnologien („Made in China 2025“). Staatliche Unternehmen sind sehr bedeutsam und gehen international auf Einkaufstour. Auch bei privaten Unternehmen wird häufig ein entscheidender Einfluss des Staates vermutet. Dies verzerrt in marktwirtschaftlichen Volkswirtschaften die Wettbewerbsverhältnisse und wird daher immer heftiger kritisiert. China ist sich seiner wachsenden Bedeutung als Wirtschaftsmacht und Absatz- bzw. Investitionsziel bewusst und setzt auf einen strategischen Mix aus plan- und marktwirtschaftlichen Elementen. Dazu zählen Local-Content-Vor-

⁴ Vgl. Heymann, Eric (2019). Deutsche Industrie: Wenige Sektoren tragen Investitionswachstum. Deutsche Bank Research. Deutschland-Monitor. Frankfurt am Main.



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

schriften, nach denen ein bestimmter Teil der Wertschöpfung im Land erfolgen muss, wenn man Produkte lokal verkaufen möchte. Ferner sind Kooperationsgebote für ausländische Unternehmen zu nennen, die zu einem forcierten Know-how-Transfer führen.

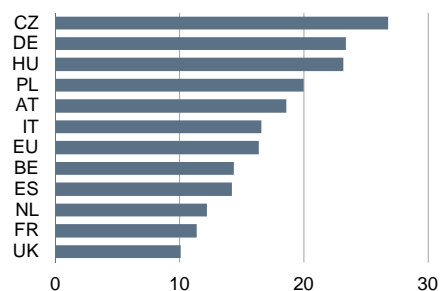
- In jungen Schlüsseltechnologien (digitale Plattformökonomien, Künstliche Intelligenz) zählt Deutschland nicht zur internationalen Spitzengruppe, gerade hinsichtlich der konkreten Produktanwendungen. Derzeit sieht es sogar danach aus, dass der Rückstand auf die Konkurrenten aus den USA und China größer wird. Die Integration digitaler Technologien in klassische Industrieerzeugnisse zählt zu den großen Herausforderungen der deutschen Industrie.

Konkreter Zielwert für Industrieanteil nicht sinnvoll

Hoher Industrieanteil in Deutschland

1

Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamten Bruttowertschöpfung, 2017, %



Quelle: Eurostat

Trotz der zutreffenden Analyse der wirtschaftlichen und politischen Herausforderungen enthält die Industriestrategie kritikwürdige Aussagen. Dies beginnt bereits bei der Zielsetzung. So ist ein konkreter Zielwert für den Anteil der Industrie (Verarbeitendes Gewerbe) an der gesamtwirtschaftlichen Bruttowertschöpfung weder für Deutschland noch für die EU sinnvoll. Wichtiger sind gute wirtschaftliche Rahmenbedingungen für alle Unternehmen, also auch im Dienstleistungs- und dem Bausektor. Welcher Anteil der Bruttowertschöpfung letztlich auf die Industrie entfällt, sollte dann vor allem ein Marktergebnis sein. Zudem haben sich in einzelnen Volkswirtschaften unterschiedliche Wirtschaftsstrukturen herausgebildet, die zu einem großen Teil historisch gewachsen sind und komparative Wettbewerbsvorteile im internationalen Kontext widerspiegeln. Ein steigender Industrieanteil muss daher nicht für alle EU-Länder pauschal der richtige Weg sein, zumal sich bei vielen Industrieprodukten der Konkurrenzdruck durch die Schwellenländer künftig eher intensivieren dürfte.

Explizit formuliert die Industriestrategie das Ziel, dass der Anteil des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland von gut 23% (2018) auf 25% bis zum Jahr 2030 steigen soll. Unklar bleibt, warum genau dieser Anteil angemessen sein soll, um den gesamtwirtschaftlichen Wohlstand zu erhöhen. In relativer Betrachtung fällt der Zielwert für die EU noch ambitionierter aus: Hier soll der Industrieanteil bis 2030 auf 20% steigen (2017: 16,4%). Um einen solchen Anteil zu erreichen, müsste die Wertschöpfung in der Industrie über Jahre hinweg schneller wachsen als im Rest der Wirtschaft. Ein Rechenbeispiel: Würde die nominale Bruttowertschöpfung in allen Wirtschaftsbereichen außer dem Verarbeitenden Gewerbe von 2018 bis 2030 um 1% pro Jahr steigen, müsste die Wertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe um 3% p.a. expandieren, um bis 2030 auf einen 20%-Anteil zu kommen. Ein derart höheres Wachstumstempo ist nicht zuletzt wegen der strukturell schwächeren Dynamik des Welthandels unrealistisch.

Solche politisch motivierten, überambitionierten Ziele sind nicht neu: So hatte sich die EU bereits 2012 zum Ziel gesetzt, den Wertschöpfungsanteil der Industrie bis 2020 auf 20% zu steigern – und ist damit gescheitert. Wir hatten konkrete Zielwerte schon damals kritisiert.⁵

⁵ Vgl. Heymann, Eric und Stefan Vetter (2013). Re-Industrialisierung Europas: Anspruch und Wirklichkeit. Deutsche Bank Research. EU-Monitor. Frankfurt am Main.

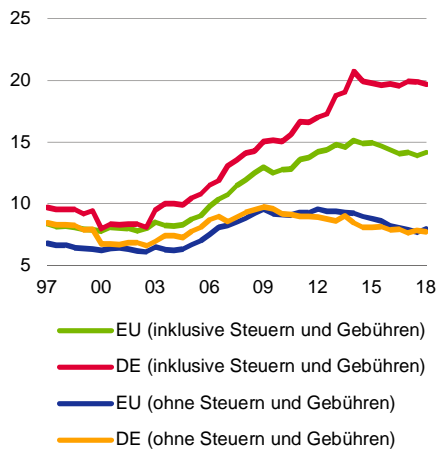


Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

Steuern und Gebühren treiben die
Strompreise in Deutschland

2

Strompreise für gewerbliche Kunden*, Cent
pro Kilowattstunde



* Jährlicher Stromverbrauch zwischen 500 und
2.000 MWh

Quelle: Eurostat

Identifizierte Herausforderungen zum Teil politisch hausgemacht

Die Industriestrategie des BMWi zählt eine Reihe von konkreten Herausforderungen auf, die zum Teil jedoch nicht auf einen unfairen internationalen Wettbewerb, Protektionismus oder steigenden Staatseinfluss im Ausland, sondern nicht zuletzt auf politische Rahmenbedingungen im Inland zurückzuführen sind. So bemängelt das Papier konkret, dass die Produktion von kohlenstoffaserverstärkten Kunststoffen (CFK) größtenteils nicht in Deutschland stattfindet. Ein wesentlicher Grund hierfür liegt jedoch darin, dass die CFK-Produktion sehr stromintensiv ist. Angesichts der hohen deutschen Strompreise sowie der Unsicherheiten über die künftige Energie- und Klimapolitik ist Deutschland daher als Produktionsstandort natürlich nicht erste Wahl.

Ähnlich verhält es sich mit der in der Industriestrategie skizzierten „Gefahr, dass Europa im Bereich der neuen Biotechnologien den Anschluss an die internationale Entwicklung überhaupt nicht erst findet oder wieder verliert“. Eine solche Aussage ist durchaus verwunderlich. Denn die Voraussetzungen für die Grundlagenforschung und noch mehr für die konkrete Produktentwicklung sind gerade im Bereich der „grünen Biotechnologie“ in Deutschland nicht gerade günstig (Stichwort: Gentechnik-Anbauverbot).

Basisinnovationen als Game-Changer: Wissen der Politik ist begrenzt

Die Industriestrategie des BMWi führt aus, dass „die Digitalisierung und insbesondere die rasante Verbreitung von Anwendungen der Künstlichen Intelligenz“ heute die wichtigste Basisinnovation ist. Digitale Technologien werden ganz sicher in immer mehr Wirtschafts- und Lebensbereiche vordringen. So arbeitet die deutsche Industrie daran, traditionelle industrielle Erzeugnisse fit zu machen für das digitale Zeitalter (Stichwort: Industrie 4.0).⁶ Ob die oben zitierte Aussage in ihrer Pauschalität jedoch zutrifft, lässt sich nicht wirklich belegen. Letztlich kann die Politik nicht wissen, ob es in Kürze weitere Technologien gibt, die ebenfalls als wichtige Basisinnovation gelten. Denn neben der digitalen Transformation existieren global vielfältige Herausforderungen von existenzieller Bedeutung: Dazu zählen eine ausreichende Produktion von Nahrungsmitteln und das Bereitstellen von sauberem Trinkwasser für eine um 80 Mio. Menschen pro Jahr wachsende Weltbevölkerung oder die Entwicklung von CO₂-armen, leistungsfähigen und verlässlichen Energiequellen.

Der Rückstand Deutschlands bei vielen digitalen Technologien sollte sicherlich nicht beschönigt werden. Warum es aber z.B. „für den dauerhaften Erfolg einer großen Volkswirtschaft [...] unverzichtbar [sein soll], an der Wertschöpfung der Plattformökonomie angemessen teilzuhaben“, erschließt sich in dieser Pauschalität nicht unbedingt. Es bleibt zumindest offen, was mit einer „angemessenen“ Teilhabe gemeint ist.

Richtig ist natürlich, dass der globale Datenmarkt wachsen wird. Durch Kooperationen könnten deutsche Unternehmen daran aber partizipieren (z.B. im Verkehrssektor), ohne selbst globale digitale Plattformen zu betreiben. Legen deutsche Unternehmen dabei z.B. einen besonderen Fokus auf die Datensicherheit, könnte dies zu einer höheren Kundenbindung führen. Grundsätzlich gibt es bei digitalen Plattformen aufgrund von Netzwerkeffekten eine natürliche Konzentrationstendenz, weshalb die Zahl der global agierenden Anbieter begrenzt bleiben dürfte.

⁶ Vgl. Auer, Josef (2018). Industrie 4.0 – Digitalisierung mildert demografische Lasten. Deutsche Bank Research. Deutschland-Monitor. Frankfurt am Main.



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

Letztlich kann die Politik die Basistechnologien der Zukunft nicht kennen. Sie sollte daher vor allem für ein möglichst forschungsfreundliches Umfeld sorgen (z.B. Eliteuniversitäten, steuerliche Forschungsförderung).

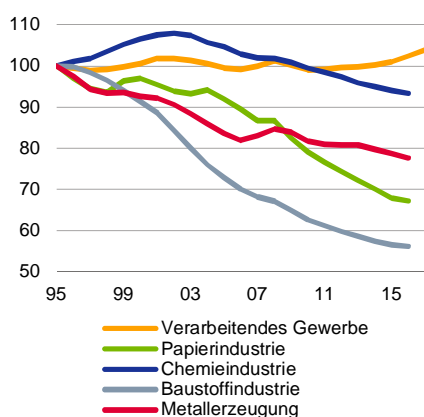
Orientierungspunkte einer nationalen Industriepolitik teilweise vage, teilweise widersprüchlich

Der Abschnitt der BMWi-Industriestrategie zu den „Orientierungspunkten einer nationalen Industriepolitik“ enthält gleich im ersten Absatz eine diskussionswürdige Aussage. Dort heißt es: „Unsere Volkswirtschaft muss auch künftig dem weltweiten Wettbewerb in allen wesentlichen Bereichen gewachsen sein, insbesondere, wenn es um Schlüsseltechnologien und Basisinnovationen geht.“ Dieser These kann man entgegenhalten, dass kein Land in allen Bereichen zur Weltspitze zählt und in einer international arbeitsteiligen Wirtschaft auch nicht zählen muss.

Reales Nettoanlagevermögen sinkt in energieintensiven Branchen spürbar

3

Reales Nettoanlagevermögen in Deutschland, 1995=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Das BMWi-Papier führt ferner aus, dass es sehr bedeutsam ist, geschlossene Wertschöpfungsketten zu erhalten. In der Tat verfügt Deutschland über vertikal integrierte industrielle Wertschöpfungsketten. Dies ist ein Vorteil gegenüber anderen Industrieländern. Tatsächlich wird ein Teil dieser industriellen Wertschöpfungskette jedoch durch spezifisch deutsche Politikmaßnahmen geschwächt. So sinkt der Kapitalstock in den energieintensiven Industrien in Deutschland (z.B. Metallerzeugung, Chemieindustrie) u.a. aufgrund der Unsicherheiten rund um die deutsche Energie- und Klimapolitik bereits seit vielen Jahren.⁷ Auch hier gilt es also, dass es die nationale Politik durchaus in der Hand hat, mehr für das Fortbestehen geschlossener Wertschöpfungsketten zu tun. Immerhin stellt die Industriestrategie des BMWi an späterer Stelle fest, dass sich die Wettbewerbsposition Deutschlands u.a. aufgrund von klima- und energiepolitischen staatlichen Eingriffen gegenüber anderen Ländern verschlechtert hat und sieht im Bereich der Strom- und Energiepreise Handlungsbedarf. Es bleibt abzuwarten, ob auf die Analyse auch Maßnahmen folgen.

In einer Nationalen Industriestrategie darf natürlich nicht der Hinweis fehlen, dass der industrielle Mittelstand zu den Stärken des Standorts Deutschland zählt. Das BMWi-Papier sieht die mittelständischen Unternehmen durch die Digitalisierung vor „gewaltige Herausforderungen gestellt“, weshalb diese laut BMWi „maßgenaue Angebote und Unterstützung“ brauchen. Wie diese Unterstützung konkret aussehen soll, wird jedoch nicht klar. Beim Breitbandausbau hätte die Politik allerdings deutlich schneller liefern können.⁸ Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass der Maschinenbauverband VDMA, der ja vor allem mittelständische Unternehmen vertritt, gar nicht unbedingt an „maßgenauen Angeboten“ interessiert ist. Vielmehr tritt er vor allem für gute wirtschaftliche Rahmenbedingungen ein, wie ein Standpunkt des Verbands zur Industriestrategie verdeutlicht. Zu diesen Rahmenbedingungen zählen z.B. Vertrags- und Rechtssicherheit, die Garantie von Eigentumsrechten, eine Wettbewerbsordnung, die Monopole oder Kartelle bekämpft, oder eine steuerliche Forschungsförderung.⁹

⁷ Vgl. Heymann, Eric (2019). Deutsche Industrie: Wenige Sektoren tragen Investitionswachstum. Deutsche Bank Research. Deutschland-Monitor. Frankfurt am Main.

⁸ Vgl. Heymann, Eric und Kevin Körner (2018). Digitale Infrastruktur: Engpässe hemmen Europa. Deutsche Bank Research. EU-Monitor. Frankfurt am Main.

⁹ Vgl. Welcker, Carl Martin (2019). Der Mittelstand braucht keinen staatlichen Masterplan. Erschienen in: Frankfurter Allgemeine Zeitung. 11. Februar 2019. Frankfurt am Main. Carl Martin Welcker ist Präsident des VDMA.



Nationale Champions und staatliche Beteiligungen: Die Risiken überwiegen

Zwei Aspekte der Industriestrategie des BMWi lösten nach Veröffentlichung besonders heftige Debatten aus. Zum einen ist dies die Forderung nach bzw. positive Beurteilung von „nationalen oder europäischen Champions“, also von Großunternehmen. Zum anderen ist die Aussage auf Kritik gestoßen, dass der Staat „in sehr wichtigen Fällen“ und „für einen befristeten Zeitraum“ selbst Unternehmensanteile erwerben können soll und dass dafür die Gründung einer Beteiligungsfazilität in Betracht kommt.

Die Begründung des BMWi für das Herausbilden von nationalen Champions leuchtet auf den ersten Blick ein. In der Tat gibt es Sektoren und Technologien, bei denen eine kritische Größe (z.B. Kapitalausstattung) hilfreich ist, um bei Großaufträgen überhaupt mitzubieten oder Forschungsmittel aufbringen zu können. Zudem bestehen größenbezogene Markteintrittsbarrieren. Besonders relevant ist aus wettbewerbspolitischer Sicht die Definition des relevanten Marktes. Das BMWi argumentiert, dass Fusionen in Deutschland und Europa auch daran scheitern, dass der relevante Markt durch das hiesige Wettbewerbsrecht zu klein abgegrenzt wird. In manchen Fällen sei eben nicht Deutschland oder Europa der relevante Markt, sondern der Weltmarkt.

Dieses Argument ist zwar stichhaltig. Gleichwohl dient das Kartellrecht gerade nicht dem Entstehen von nationalen Champions, sondern es soll durch das Verbot von Kartellen, die Fusionskontrolle oder die Missbrauchsaufsicht (Verbot des Missbrauchs einer marktbeherrschenden Stellung) den Wettbewerb fördern und Fehlallokation von Mitteln vermindern. Der Wettbewerbsökonom Justus Haucap bezeichnet die Industriestrategie des BMWi als „kontraproduktiv“. In einem aktuellen Artikel legt er mit Verweisen auf viele wissenschaftliche Untersuchungen dar, dass durch Unternehmenszusammenschlüsse der Wettbewerbsdruck abnehme, was zwar kurzfristig zu steigenden Gewinnmargen der betroffenen Unternehmen führe, mittelfristig aber zu Lasten der Kunden gehe. Ferner sanken nach Großfusionen die Ausgaben für Forschung und Entwicklung, worunter die Innovationskraft leide. Mit Blick auf die von der EU untersagte Fusion der Eisenbahnsparren von Siemens und Alstom führt Haucap aus, dass auch ein fusioniertes Unternehmen nicht automatisch Zugang zum größten Eisenbahnmarkt der Welt (China) bekommen hätte. Zudem habe die EU seit dem Jahr 1990 von 7.000 angemeldeten Fusionsvorhaben lediglich 29 untersagt.¹⁰

Gleichzeitig wirft eine Neubestimmung des relevanten Marktes andere Probleme auf, auf die die EU-Kommission verwiesen hat. Dazu gehört u.a., dass besonders bei Tech-Unternehmen die Marktstellung auf einzelnen regionalen Märkten nicht richtig bewertet werden könnte. So würde Facebook nach der Weltdefinition gerade mal auf einen Marktanteil von 20% kommen. In den kommenden Wochen dürfte das Für und Wider einer Änderung des nationalen und europäischen Wettbewerbsrechts daher intensiv diskutiert werden, wobei letzteres nur einvernehmlich von der EU-27 geändert werden kann.

BMWi versucht Eindruck von Staatsinterventionismus zu vermeiden

Bundeswirtschaftsminister Altmaier führt in seinem Vorwort zur Nationalen Industriestrategie aus, dass diese „definiert, in welchen Fällen ein Tätigwerden des Staates ausnahmsweise gerechtfertigt oder gar notwendig sein kann, um schwere Nachteile für die eigene Volkswirtschaft und das gesamtstaatliche

¹⁰ Vgl. Haucap, Justus (2019). Je größer desto besser?. Erschienen in: Frankfurter Allgemeine Zeitung. 18. Februar 2019. Frankfurt am Main.



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

Wohl zu vermeiden.“ Das BMWi-Papier nennt Kriterien („neues volkswirtschaftliches Verhältnismäßigkeitsprinzip“), die zu prüfen sind, bevor der Staat aktiv ins Wirtschaftsgeschehen (als Käufer von Unternehmensanteilen) eingreift. Es ist zu erkennen, dass der Staat in erster Linie an unerwünschte Übernahmen deutscher Unternehmen durch ausländische Konkurrenten denkt. Die Kriterien fallen jedoch sehr vage aus. Es ist davon die Rede, dass „Gefährdungen der nationalen Sicherheit“ abgewehrt werden sollen, die „kritische Infrastrukturen“ umfassen. Auch muss eine große volkswirtschaftliche Bedeutung gegeben sein.

Was dies alles bedeuten soll, ist unklar. Und hierin liegt wohl auch das größte Problem einer staatlichen Beteiligungsfazilität. Wie kann der Staat entscheiden, welche Unternehmen vor ausländischen Übernahmen gerettet werden sollen, ohne massiv in den Wettbewerb einzugreifen? Kritisch wird es auch, wenn der Staat entscheiden soll, bei welchen Technologien eine unmittelbare staatliche Beteiligung erforderlich und gerechtfertigt ist, um bestimmte Ziele zu erreichen. Die Industriestrategie nennt als Beispiele die Plattformökonomie, Künstliche Intelligenz oder das autonome Fahren, wo dies der Fall sei. Man fragt sich: Warum hier und nicht bei anderen Technologien? Warum braucht beispielsweise die forschungsintensive deutsche Automobilindustrie eine staatliche Beteiligung, um Technologien rund um das autonome Fahren zu entwickeln? Die kürzlich angekündigte Kooperation zwischen BMW und Daimler auf diesem Gebiet zeigt, dass die Branche hierfür nicht auf den Staat angewiesen ist. Hat ein künstlich konstruiertes Me-too-Produkt im Bereich der digitalen Plattformen wirklich Erfolgsaussichten gegenüber den etablierten Anbietern? Garantiert staatliche Beteiligung tatsächlich wirtschaftlichen Erfolg? Auf diese Fragen wird es nie befriedigende Antworten geben, weshalb wir derartige staatliche Beteiligungen ablehnen. Es wäre ein „süßes Gift“, welches im Zweifel dazu führen könnte, sich zu sehr auf den Staat zu verlassen. Der VDMA stellt im zitierten FAZ-Beitrag lapidar fest: „Wir lehnen einen staatlichen Beteiligungsfonds [...] ab.“

Bezüglich der Ausführungen des BMWi-Papiers zu staatlichen Beteiligungen ist interessant, dass sich durch die Industriestrategie ein Plädoyer für marktwirtschaftliche Prinzipien zieht. Schon im Vorwort ist zu lesen, dass wir nicht weniger, sondern mehr Marktwirtschaft brauchen, wenn die Zukunftsfähigkeit der Wirtschaft gewahrt werden soll. Später heißt es, dass „staatliches Handeln [...] nur ausnahmsweise, nur vorübergehend und nur in Fällen von grundlegender Bedeutung in Betracht kommen“ soll. Zu den ordnungspolitischen Prinzipien führt die Industriestrategie aus, dass der Staat zu keinem Zeitpunkt in betriebswirtschaftliche Entscheidungen einzelner Unternehmen und nicht willkürlich in den Wettbewerb zwischen den Unternehmen eingreifen soll. Ferner bekennt sich Deutschland „zum Prinzip freier und offener internationaler Märkte“. Man hat fast den Eindruck, dass das BMWi gewissermaßen Angst vor der eigenen Courage hat, staatliche Unternehmensbeteiligungen als Ultima Ratio zu erwägen, oder aber dass das Bekenntnis zur sozialen Marktwirtschaft als ordnungspolitisches Feigenblatt erhalten soll.

Sorgen des BMWi berechtigt, aber wirtschaftliche Rahmenbedingungen und konsequentes Eintreten für offene Märkte sollten im Fokus stehen

Bei aller Kritik, die wir hier an der Industriestrategie des BMWi geäußert haben, bleibt doch begrüßenswert, dass sich die Bundesregierung ganz grundsätzlich mit den globalen Herausforderungen für die deutsche Industrie beschäftigt und deren wichtige Funktion für die deutsche Volkswirtschaft betont. Das Papier dürfte die industriepolitische Debatte in den kommenden Monaten beleben. Es ist auch ein politischer Schritt auf den Partner Frankreich zu, der schon immer eine grundsätzlich andere Auffassung von Industriepolitik hat. Das kürzlich vor-



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

gestellte gemeinsame Papier der deutschen und französischen Wirtschaftsministerien greift besonders die Rolle der Wettbewerbspolitik als potenzielles Abwehrinstrument gegen unfaire Praktiken ausländischer Unternehmen auf.

Die industriepolitische Debatte muss um weitere Aspekte wie den Fachkräftemangel sowie das perspektivisch sinkende Erwerbspersonenpotenzial erweitert werden, die in der Industriestrategie des BMWi nicht adressiert sind. Bemerkenswert ist schließlich, dass ein stärkeres staatliches Engagement im Sinne von staatlichen Beteiligungen von großen Teilen der Wirtschaft sehr kritisch gesehen wird. Den deutschen Industrieunternehmen geht es also weniger um Schutz durch den Staat, sondern vielmehr darum, in Deutschland – und im europäischen Binnenmarkt – gute wirtschaftliche Rahmenbedingungen vorzufinden. Dies ist ein gutes Zeichen dafür, dass die deutsche Industrie die anstehenden Herausforderungen zuversichtlich und selbstbewusst angehen wird.

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



Bundeshaushalt: „Plötzliche“ Finanzlücken

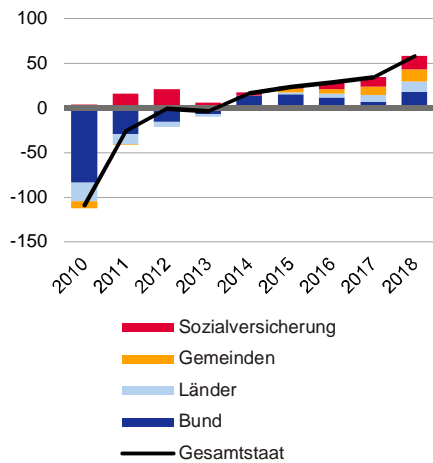
Der Bund steuerte 2018 mit knapp EUR 18 Mrd. den größten Beitrag zum staatlichen Rekordüberschuss von EUR 58 Mrd. bei

Nach aktualisierten Berechnungen des Statistischen Bundesamtes (VGR) erzielten die öffentlichen Haushalte (Bund, Länder, Gemeinden, Sozialversicherungsträger sowie deren Extrahaushalte) den höchsten gesamtstaatlichen Finanzierungsüberschuss seit der Wiedervereinigung. Der Bund steuerte mit einem Haushaltsplus von EUR 17,9 Mrd. den größten Beitrag zum gesamtstaatlichen Überschuss bei, gefolgt von den Sozialversicherungsträgern (EUR 14,9 Mrd.), den Kommunen (EUR 14,0 Mrd.) und den Bundesländern (EUR 11,1 Mrd.) (siehe Grafik 1). Dank des fünften Jahresüberschusses in Folge dürfte die gesamtstaatliche Schuldenquote (nach Maastricht Definition) 2018 weiter gesunken sein, auf nunmehr 60,1% des BIP (2017: 63,9%). Der Gesamtstaat dürfte auch 2019/20 Überschüsse erwirtschaften, da die Haushaltslage der Länder, Gemeinden und Sozialversicherungsträger insgesamt günstig bleibt. Jedoch dürften die Überschüsse aufgrund der verhaltenen Konjunktur (DB-Prognose für 2019: 0,5%) und sich abzeichnender Finanzierungsdefizite auf Bundesebene zurückgehen. Unserer Einschätzung nach wird der Staatsüberschuss 2019 deutlich sinken, auf nur noch 0,8% des BIP (alte Prognose: 1,0%) und die Schuldenquote – weniger stark als zuvor erwartet – auf 57,7% sinken (alte Prognose: 57,2%) (siehe Grafik 2). Auch wenn die Finanzzahlen Deutschlands im internationalen Vergleich positiv herausragen, wird unter Politikern und Ökonomen darüber gestritten, wie Deutschland – und insbesondere die Bundespolitik – auf die Konjunkturuntrübung reagieren sollte. Die einen schlagen angesichts der relativ niedrigen Schuldenquote und Minizinsen eine höhere Verschuldung vor. Die anderen warnen vor weiteren Schulden mit Verweis auf die zunehmenden demografischen Lasten ab Mitte 2020.

Gesamtstaatlicher Haushalt das fünfte Jahr in Folge im Plus

1

Finanzierungssaldo, EUR Mrd. (Gesamtstaat nach VGR)



Quellen: WEFA, Destatis, Deutsche Bank Research

Die Befürchtung: Konjunkturschwäche könnte im Bundeshaushalt ein Etatloch von EUR 25 Mrd. in den nächsten 5 Jahren reißen

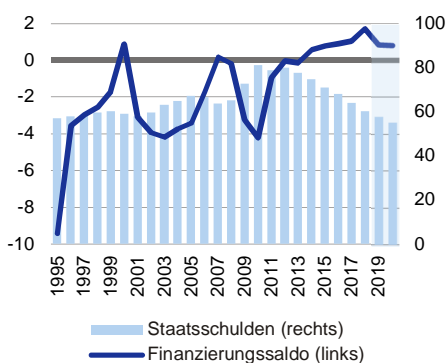
Laut Presseberichten (siehe z.B. FAZ vom 4. Februar 2019) steuert der Bund aufgrund der schwächeren Konjunktur auf ein großes Haushaltsloch von EUR 24,7 Mrd. (ca. 0,7% des prognostizierten BIP für 2019) für den Zeitraum von 2019 bis 2023 zu. Diese Zahl soll zumindest Bundesfinanzminister Scholz seinen Kabinettskollegen Anfang Februar mit auf dem Weg gegeben haben – einschließlich der Aufforderung, künftig (mehr) zu sparen. Alleine für den Haushalt 2020 wurde der Handlungsbedarf jüngst auf EUR 6 Mrd. beziffert. Sollte es nicht gelingen, das Etatloch über Einsparungen an anderen Stellen im Haushalt zu schließen, dürfte schon bald das Ziel der „Schwarzen Null“ (keine neuen Schulden) verfehlt werden. Die von uns häufig thematisierten Abwärtsrisiken scheinen sich nunmehr zu materialisieren und es bleibt abzuwarten, wie die Politik darauf reagieren wird. Einerseits könnte sie die Finanzlücke über Einsparungen auf der Ausgaben- und/oder Einnahmenseite schließen (dies scheint derzeit noch der Konsens in der Regierung zu sein), um auch künftig ohne neue Kredite auszukommen.

Alternativ könnte sie aber auch die Finanzlücke über eine zusätzliche (begrenzte) Kreditaufnahme schließen, die ihr die nationale Schuldenbremse einräumt. Die Bundesregierung muss also entscheiden, ob die „Schwarze Null“ in Stein gemeißelt ist und wenn ja, wieviel und wo genau sie Einsparungen vornehmen möchte. In diesem Kontext sei erwähnt, dass es sich bei der „Schwar-

Der gesamtstaatliche Überschuss dürfte aufgrund der verhaltenen Konjunktur 2019 stark zurückgehen

2

% BIP (Gesamtstaat) (VGR)



Quellen: WEFA, Destatis, Eurostat, DB Research

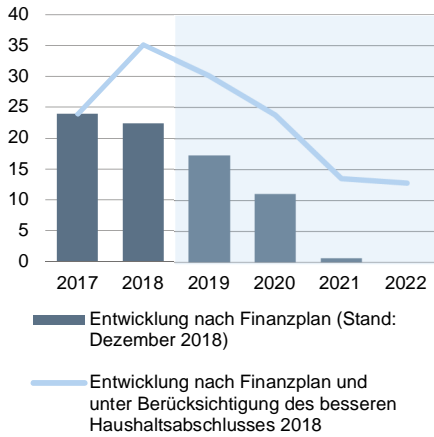


Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

Entwicklung der Flüchtlingsrücklage des Bundes

3

EUR Mrd.

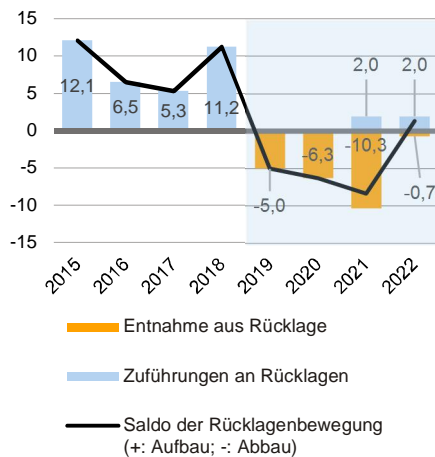


Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Saldo der Rücklagenbewegungen des Bundes

4

EUR Mrd.



In den Jahren 2021/22 sollen jeweils EUR 2 Mrd. in einen Demografiefonds eingezahlt werden.

Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

zen Null“ um ein selbst gestecktes Ziel der Bundesregierung handelt, das rechtlich nicht bindend ist. Sie ist in Abschwungphasen restriktiver gefasst als die in der Verfassung verankerte und für die Bundesregierung rechtlich bindende nationale Schuldenregel. Diese begrenzt die strukturelle (d.h. um konjunkturelle Einflüsse und finanzielle Transaktionen bereinigte) Nettokreditaufnahme des Bundes auf 0,35% des BIP des dem Zeitpunkt der Haushaltsaufstellung vorangegangenen Jahres. Im Gegensatz zur „Schwarzen Null“ gesteht sie damit dem Bund in konjunkturell schlechteren Phasen einen größeren Finanzspielraum zu als in guten Wirtschaftszeiten. Unseren Berechnungen nach dürfte die strukturelle Kreditaufnahme des Bundes zwar in diesem Jahr mit ca. EUR 8 ½ Mrd. sehr nahe an die von der Schuldenbremse gezogene Obergrenze in Höhe von EUR 11 ½ Mrd. kommen (siehe Ausblick Deutschland vom Februar 2019), jedoch sollte von der Konjunkturertrübung per Definition keine Gefahr auf die Einhaltung der Schuldenbremse ausgehen.

Die Regierung plante schon in Boomzeiten mit Defiziten ...

Dank sprudelnder Steuereinnahmen und stark rückläufiger Zinsausgaben (positive Folgen von Sonderkonjunktur, Arbeitsmarktboom und Niedrigzinsen) ist es der Bundesregierung in den letzten fünf Jahren stets auf einfache Weise gelungen – trotz teils kräftiger Ausgabensteigerung –, die nationale Schuldenregel einzuhalten und ohne zusätzliche Schulden auszukommen. Doch aufgrund des Konjunkturabschwungs könnte sich nunmehr das Blatt für den Finanzminister zum Schlechten gewendet haben. Im Folgenden versuchen wir, die in der Presse genannte „Scholz’sche Finanzierungslücke“ (von fast EUR 25 Mrd.) auf Basis der bisherigen Haushalts- und Finanzplanungen einzuordnen. Die bisherigen Planungen gingen noch von einer Wachstumsrate von 1,8% für 2019 aus, die aber bereits von der Bundesregierung im jüngsten Jahreswirtschaftsbericht auf 1,0% zurückgenommen wurde. Selbst unter den bisherigen Wachstumsannahmen ging die Bundesregierung für die nächsten drei Jahre von Finanzierungsdefiziten in Höhe von EUR 5,3 Mrd. 2019, EUR 6,6 Mrd. 2020 und EUR 8,6 Mrd. 2021 aus. Lediglich 2022 sollte laut Planwerten wieder ein minimaler Überschuss von EUR 1 Mrd. erzielt werden. Um das finanzpolitische Ziel der Groko, die „Schwarze Null“, zu halten, sollten die bisher geplanten Defizite über jährliche Entnahmen aus der in den guten Haushaltsjahren gebildeten Flüchtlingsrücklage gedeckt werden (EUR 5,0 Mrd. 2019, EUR 6,3 Mrd. 2020, EUR 10,3 Mrd. 2021 und EUR 0,7 Mrd. 2022) (siehe Grafik 4). Vor dem Hintergrund der zyklischen Haushaltsverschlechterung ist erst einmal positiv festzuhalten, dass die Flüchtlingsrücklage dank des deutlich besseren Haushaltsabschlusses 2018 nochmals um EUR 11,2 Mrd. auf nun EUR 35,2 Mrd. (0,7% des BIP) aufgestockt werden konnte. Dadurch geht die Bundesregierung mit einem größeren Finanzpuffer in den Konjunkturabschwung als zunächst angenommen (siehe Grafik 3)¹¹.

¹¹ Ursprünglich war für 2018 eine Entnahme in Höhe von EUR 1,6 Mrd. vorgesehen, die jedoch nicht benötigt wurde. Bei der Flüchtlingsrücklage handelt es sich konkret um eine Ermächtigung des Bundes zu Schuldenaufnahme. Diese Ermächtigung rührt dabei aus in vergangenen Haushaltsjahren vom Bund nicht vollständig ausgeschöpften Kreditermächtigungen. Daher führt eine künftige Beanspruchung dieser in früheren Haushaltsjahren „angesparten“ Finanzierungsermächtigungen auch nicht zu einer höheren Nettokreditaufnahme im Kontext der Schuldenbremse. Mit anderen Worten: Solange künftige Defizite durch Finanzmittel aus der Rücklage gedeckt werden, nimmt der Bund aus haushaltsrechtlicher Sicht keine neuen Schulden auf, obgleich sich effektiv die Bundesschulden und damit auch die gesamtstaatliche Schuldenquote (nach Maastricht) erhöhen.

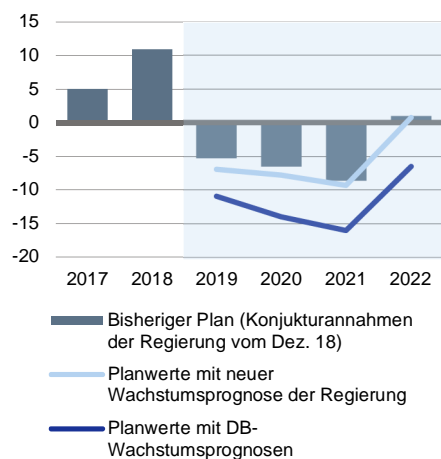


Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

Entwicklung des Finanzierungssaldos des Bundes

5

EUR Mrd.



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

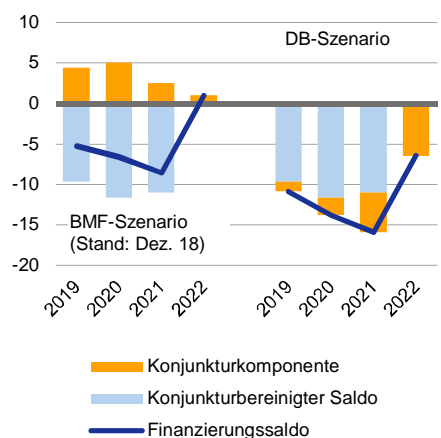
... die sich aufgrund des Konjunkturabschwungs nunmehr noch deutlich vergrößern dürften

Auf Basis der aktuell (noch) gültigen Finanzplanung¹² dürfte die Flüchtlingsrücklage bis zum Jahr 2022 um rund EUR 22,3 Mrd. auf rund EUR 12,8 Mrd. zurückgehen (siehe Grafik 3)¹³. Diese Summe würde damit rein rechnerisch noch als „Restbetrag“ für künftige Jahre (wie z.B. das Haushaltsjahr 2023) zur Verfügung stehen. Aufgrund der absehbaren zyklischen Haushaltsverschlechterung dürften jedoch auch die Finanzierungsdefizite in den kommenden Jahren deutlich höher ausfallen als bisher veranschlagt (siehe Grafiken 5 und 6). Auf Basis unserer Wachstumsprognosen (von u.a. nur 0,5% für 2019) könnte sich der Haushalt im Zeitraum 2019–22 alleine durch die Konjunkturertrübung um fast EUR 25 Mrd. verschlechtern (gegenüber den bisherigen Planwerten). Selbst unter Berücksichtigung der besseren Ausgangslage im Bundeshaushalt – und der damit nochmals angestiegenen Flüchtlingsrücklage¹⁴ – könnte die tatsächliche Finanzlücke noch immer mehr als EUR 20 Mrd. betragen. Auf Basis dieser einfachen Überschlagsrechnung, die wir anhand der Produktionslückenschätzung des Bundesfinanzministeriums und der Semibudgetelastizität¹⁵ approximieren, zeichnet sich in der Tat ein relativ großes Etatloch für die kommenden fünf Jahre ab und würde Einsparungen von durchschnittlich ca. EUR 5 Mrd. pro Jahr erforderlich machen, sofern die Regierung die „Schwarze Null“ auch künftig einhalten möchte (dies ist so im Koalitionsvertrag vereinbart).

Zerlegung des Finanzierungssaldos

6

EUR Mrd.



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Es scheint, als hätten die „Schwarze Null“ und die Sozialausgaben Priorität vor Zukunftsinvestitionen

Wie es scheint, hat es die Bundesregierung leider versäumt, in den guten Konjunkturzeiten eine nachhaltige, wachstumsfördernde und zukunftssichernde Finanzpolitik auf den Weg zu bringen. So wurden schon in Boomzeiten sämtliche Finanzspielräume für die Ausweitung der bereits sehr hohen Sozialausgaben ausgereizt (insbesondere bei der Rente). Sofern die Bundesregierung nicht vom Ziel der „Schwarzen Null“ abrückt, sind größere Koalitionskonflikte über die Zusammensetzung des Haushaltes wohl unausweichlich, wobei die Union tendenziell eher Steuererleichterungen präferiert und die SPD neue Sozialstaatsprogramme verfolgt.

Da es derzeit keine Anzeichen dafür gibt, die überbordenden Sozialausgaben ins Lot zu bringen (die SPD drängt eher auf eine weitere Ausweitung; wie z.B. ihre Vorschläge zur Einführung einer „Respektrente“), läuft es wohl wie immer darauf hinaus, dass zunächst andere „wachstumsfördernde“ und für die Sicherung des Wirtschaftsstandorts elementar wichtige Ausgabenposten zusammengestrichen werden. Dies legen zumindest Äußerungen aus dem Finanzministerium nahe, wie z.B. „Keine weitere Steuerfinanzierung des Digitalfonds (Breitband, Digitalpakt Schule).“ Ebenso müssen wohl auch die Steuerzahler und Leistungsträger der Gesellschaft weiter auf die unter strukturellen Gesichtspunkten dringend gebotenen Steuererleichterungen warten. Es bleibt auch abzuwarten, ob die Bundesregierung wie geplant den Abbau des Solidaritätszuschlags

¹² Die Bundesregierung plant, ihren Eckwertebeschluss für den Haushalt 2020 am 20. März 2019 vorzulegen und die Finanzplanung bis dahin zu überarbeiten. Der Planungshorizont wird dann auch um ein zusätzliches Haushaltsjahr (2023) erweitert.

¹³ Nach den bisherigen Planungen wäre diese – ohne den besseren Haushaltsabschluss 2018 – Ende 2022 vollständig aufgebraucht gewesen.

¹⁴ Ein weiterer Finanzpuffer könnte über die unter dem Plan liegenden Zinsausgaben entstehen. Diese fielen 2018 um EUR 1,5 Mrd. niedriger als veranschlagt aus (EUR 16,5 Mrd. vs. EUR 18,1 Mrd.). Bei anhaltend niedrigen Zinsen könnten die Zinsausgaben auch in den kommenden Haushaltsjahren unter die Planwerte fallen und sich entlastend auf die Gesamtausgaben auswirken.

¹⁵ Dies beträgt für den Bundeshaushalt 0,203. Dies bedeutet, dass eine Verschlechterung der Produktionslücke um EUR 1 Mrd. den Haushalt in Höhe von rund EUR 200 Mio. belastet.

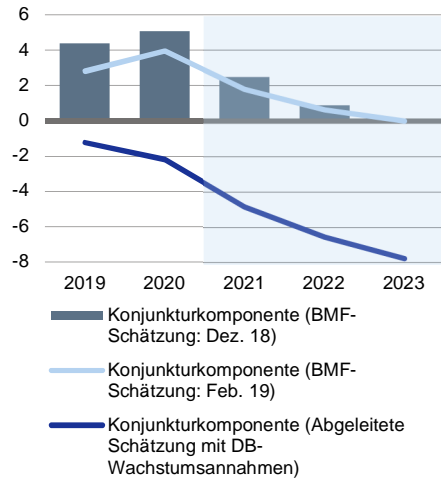


Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

Entwicklung der Konjunkturkomponente* (zyklische Position) des Bundeshaushaltes

7

EUR Mrd.



* Die Konjunkturkomponente gibt den Einfluss der konjunkturellen Lage auf den Haushalt wieder. Ein positiver Wert bedeutet, dass der Bundeshaushalt konjunkturellen Rückenwind hat, während negative konjunkturellen Gegenwind implizieren. Die Konjunkturkomponente berechnet sich als Produkt der Budgetsemielastizität von 0,203 und der (geschätzten) Produktionslücke.
Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

ab 2021 in Angriff nehmen wird. Mehr als die bisher im Koalitionsvertrag vereinbarte Soli-Teilabschaffung für 90% der Steuerpflichtigen erscheint in der jetzigen Gemengelage utopisch. Europa sollte auch seine Hoffnungen begraben, dass Deutschland in absehbarer Zeit mit einer großangelegten Investitionsoffensive das Wachstum der Eurozone anschieben könnte. All das lässt nichts Gutes für die strukturellen Wachstumsperspektiven der deutschen Volkswirtschaft und der Eurozone vermuten.

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



Neuer Warenkorb dämpft Mietinflation und Inflationsrate insgesamt

- Turnusgemäß ändert das Statistische Bundesamt alle fünf Jahre seinen Warenkorb zur Messung der Inflation (VPI = nationale Definition). Aufgrund umfangreicher Änderungen in der Erhebungsmethodik, insbesondere bei der Mietenstichprobe, erfolgte die Anpassung für den Warenkorb des Jahres 2015 nun verspätet. Im Februar 2019 stand das Statistische Bundesamt auf einer Pressekonferenz Medienvertretern und uns Rede und Antwort.
- Durch die methodischen Änderungen ist der VPI für 2017 und 2018 leicht nach unten revidiert worden. Die Mietinflation wurde für die Jahre 2016 und 2017 ebenfalls leicht gesenkt.
- Die neue Mietenstichprobe, die stärker als bisher Kleinvermieter berücksichtigt, sowie das künftig niedrigere Gewicht der Nettokaltmieten im Warenkorb könnten die Mietinflation künftig etwas dämpfen. Diese Aussage gilt sowohl für den VPI als auch den für die europäische Geldpolitik entscheidenden harmonisierten Index, den HVPI. Bei den inflationsindexierten Bundesanleihen könnte tendenziell eine niedrige Inflation eingepreist werden.
- Die neue Stichprobe für Pauschalreisen dürfte aufgrund einer besseren Abgrenzung zwischen Winter- und Sommerreisen zu größeren saisonalen Ausschlägen als bisher führen.

Die aktuelle deutsche Inflationsrate liegt weiterhin deutlich unter der Zielmarke der EZB von „nahe, aber unter 2%“. Die vorläufige Gesamtinflation lag im Februar bei 1,6% gegenüber Vorjahr, nach 1,4% im Januar und 1,6% im Dezember. Aufgrund der aktuellen Wachstumsverlangsamung und der rückläufigen Energiepreise erwarten wir auch für das Gesamtjahr eine rückläufige Inflationsrate von 1,6% im Jahr 2019 nach 1,9% im Jahr 2018. Aufgrund der strukturellen Zielverfehlung – in den letzten 20 Jahren lag die durchschnittliche Inflationsrate bei 1,5% – genießen die turnusmäßig alle fünf Jahre stattfindenden Anpassungen des VPI-Warenkorbs besondere Aufmerksamkeit. Zudem beeinflussen einige dieser Veränderungen Deutschlands harmonisierte Inflationsrate (HVPI) und nehmen damit auch Einfluss auf die Inflationsrate des HVPI auf gesamteuropäischer Ebene.

Gewichte ausgewählter Kategorien in %	1	
	2010	2015
Goods & services		
Wohnkosten (Miete, Energie, etc.)	31,7	32,5
Transport	13,5	12,9
Freizeit	11,5	11,3
Essen & Trinken	10,3	9,7
Restaurants & Hotels	4,5	4,7
Gesundheit	4,4	4,6
Bekleidung	4,5	4,5

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Auf einer Pressekonferenz erklärte das Statistische Bundesamt diese Veränderungen im Detail. Die Anpassung der Gewichtungen im VPI (Wägungsschema) ist insbesondere aufgrund der Änderungen im Verbraucherverhalten nötig. Beispielsweise tendieren Konsumenten über die Zeit dazu, niedrigere Güter und Dienstleistungen zugunsten von teuren zu substituieren. Gleichzeitig führte das Amt einige methodische Veränderungen und Korrekturen ein. Diese betreffen hauptsächlich die Messung der Preissteigerung von Mieten und die Preismessung von Pauschalreisen, die nun mit einem Gewicht von 19,6% (zuvor: 21%) bzw. 2,7% (unverändert) in den Warenkorb für Güter und Dienstleistungen eingehen.

Methodische Veränderungen verpassen der Gesamtinflation im Jahr 2017 und 2018 einen Dämpfer. Durch die oben genannten Anpassungen wurden Deutschlands Gesamtinflationen für die letzten zwei Jahre auf 1,8% für 2018 (von 1,9%) sowie auf 1,5% für 2017 (von 1,8%) nach unten korrigiert. Die beträchtliche Absenkung für 2017 liegt auch in der neuen, niedrigeren Mietinflation begründet (siehe unten). Die Änderungen haben aber keinen Effekt auf die Inflationsrate des VPI für das Jahr 2016. Kurzum, der inflationshemmende Effekt für 2017 und 2018 ist hauptsächlich auf die neue Gewichtung des Warenkorbes zurückzuführen.



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

Während die Mietinflation auch mit der neuen Methodik 2018 unverändert 1,6% betrug, wurde sie für 2017 auf 1,4% (von 1,6%) und für 2016 auf 1,1% (von 1,2%) nach unten korrigiert. In Anbetracht der Vielzahl an Berichten über starke Mietpreiserhöhungen erscheint dies auf den ersten Blick erstaunlich. Die Abwärtskorrekturen für 2016 und 2017 hängen mit einer neuen (erweiterten) Stichprobe bei den Mieten zusammen (siehe unseren Ausblick Deutschland, Apr. 2018), die nun durch einzelne private Besitzer vermietete Objekte höher gewichtet (66%). Die neuen Gewichte für Mietobjekte großer privater Eigentümer sowie von Wohnungsbaugenossenschaften und öffentlichen Eigentümern, die den Großteil der alten Stichprobe ausmachen, liegen nun bei 11% bzw. 22%. Da kleine private Vermieter eher langfristig orientiert sind und vor kräftigen Mieterhöhungen zurückschrecken, ist es nicht verwunderlich, dass die Mietinflation in den vergangenen drei Jahren nun nach unten korrigiert wurde.

Das Amt präsentierte auf der Pressekonferenz eine neue Datenreihe, die die Entwicklung der Mietinflation in Metropolen abbildet. In den letzten Jahren lag der Anstieg der Mieten in den Metropolregionen (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München, Stuttgart) nur leicht über dem nationalen Durchschnitt. Dies scheint plausibel, da viele Mieter vor Jahren oder sogar Jahrzehnten langlaufende Verträge abgeschlossen haben und sie nun noch immer von dem damaligen, sehr niedrigen Mietniveau profitieren. Die Gewichtung erfolgt nur auf nationaler, nicht aber auf regionaler Ebene, was in Zukunft zu einer Unterschätzung der tatsächlichen Preisentwicklung auf regionaler Ebene führen könnte. Wir haben bereits in der Vergangenheit auf eine mögliche Unterschätzung, insbesondere in Berlin, hingewiesen. Das liegt daran, dass in Berlin die Verbraucher unter Umständen einen höheren Anteil ihres Einkommens für Miete ausgeben als in deutschen Städten und Regionen.

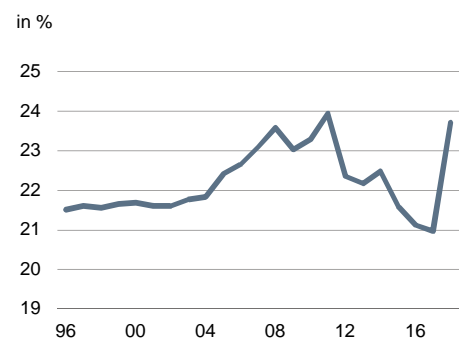
Produktgewichte in % in altem und neuem Wägungsschema

	HVPI	VPI
neu		
Nettokaltniete	9,5	19,6
Bruttowarmmiete	23,7	32,5
zuvor		
Nettokaltniete	10,1	21,0
Bruttowarmmiete	21,0	31,7

Hinweis: Die HVPI-Gewichte werden jährlich angepasst, während die VPI-Gewichte in der Regel alle fünf Jahre angepasst werden.

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Wohnung, Wasser, Strom, Gas u.a. Brennstoffe



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Generell gibt es zwei wichtige Unterschiede zwischen dem HVPI und dem VPI: Zum einen wird die Gewichtung des HVPI jährlich angepasst. Zum anderen sind unterstellte oder geschätzte Mieten für Wohneigentümer zwar im VPI, aber nicht im HVPI enthalten, da der harmonisierte Index nur monetäre Transaktionen berücksichtigt. Dadurch werden die Nettokaltnieten nun mit 9,5% gewichtet (VPI: 19,6%). Allerdings sind die Entwicklungen im VPI und HVPI ähnlich, da das Gewicht im alten Warenkorb 10,4% betrug (VPI: 21%). Der Effekt auf inflationsindexierte Anleihen sollte eher gering sein, zumindest fürs Erste. Falls die Mietinflation in Zukunft durch höhere Marktmieten steigt, so wird die neue Gewichtung die gemessene Mietinflation aufgrund des reduzierten Gewichtes dämpfen. Das Gewicht der gesamten Wohnkosten (Mieten plus Energie- und Nebenkosten) stieg von 21,6% (2015) auf 23,7% (2018). Hauptverantwortlich dafür ist die Entwicklung der Nebenkosten, wohingegen höhere Energiepreise im Jahr 2018 nur eine Nebenrolle spielten.

Auch die Stichprobenauswahl und die Methodik zur Preismessung von Pauschalreisen wurden angepasst. Zum einen wurde die Stichprobe auf ca. 400 Pauschalreisen erhöht (vorher: weniger als 300), zum anderen führt die gezieltere Erfassung von Winter- und Sommerpauschalreisen zu stärkeren saisonalen Ausschlägen des entsprechenden Preisindex (sprich zu einer größeren Preisfluktuation) mit größeren Ausschlägen in den Winter- und Sommermonaten. Durch die neue Stichprobenauswahl wurde die Inflation von Pauschalreisen für 2017 auf 2,4% (von 2,2%) und für 2018 auf 3,2% (von 2,8%) nach oben korrigiert. Zugleich wurde sie für 2016 auf -1,6% (von -0,8%) nach unten korrigiert. Das Statistische Bundesamt hat keine detaillierten Informationen über die Ursachen dieser Korrekturen veröffentlicht (Bemerkung: die verstärkte Saisonkomponente hat womöglich keinen Einfluss auf die durchschnittliche Inflationsrate). Insgesamt dürfte die veränderte Methodik sowohl den Preisindex für Pauschalreisen als auch die Gesamtinflation künftig stärker beeinflussen als früher (in



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

Anbetracht des relativ großen Gewichts von 2,7%). Die neuen Daten zur Inflation zeigen auch, dass es keine nennenswerten Unterschiede in der Inflationsrate zwischen stationärem Handel und Online-Geschäft gibt.

Unser Eindruck auf der Pressekonferenz: Aufgrund der Informationslage fällt es uns schwer, den Einfluss der Änderungen auf die Inflationsrate der Pauschalreisen nachzuvollziehen. Außerdem beantwortete das Statistische Bundesamt unserer Einschätzung nach nicht alle unsere Fragen zur Mietinflation. So haben wir beispielsweise nach detaillierteren Daten für die Stichprobe der Mieten gefragt, da die regionalen Informationen für Städte, die in der neuen Stichprobe enthalten sind, nicht veröffentlicht werden. Zudem war dem Statistischen Bundesamt nicht bekannt, dass Mecklenburg-Vorpommern mit 2,4% die höchste Mietinflationsrate aller Länder im Jahr 2017 aufwies (Berlin 1,9%, Deutschland 1,3%).

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

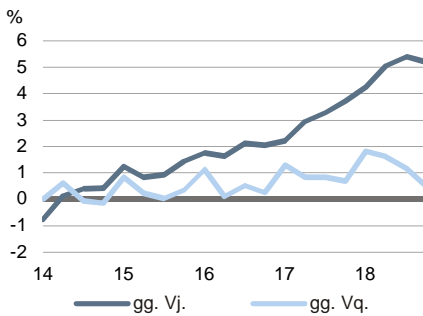
Sebastian Becker (+49 69 910-21548, sebastian-b.becker@db.com)



Kreditvergabe an deutsche Unternehmen: Höhepunkt überschritten

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1



* ohne sonstige Finanzinstitute

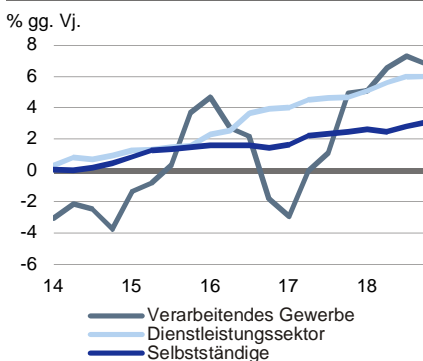
Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland hat 2018 stark expandiert. Das ausstehende Volumen lag am Jahresende 5,2% oder EUR 65 Mrd. höher als 12 Monate zuvor, der beste Wert für ein Gesamtjahr seit Einführung des Euro. Gleichzeitig hat der Kreditboom seinen Höhepunkt wahrscheinlich bereits überschritten, denn im vierten Quartal schwächte sich das Wachstumstempo moderat ab und der für dieses Jahr erwartete deutliche konjunkturelle Abschwung dürfte sowohl Banken als auch Unternehmen bei der Kreditfinanzierung vorsichtiger werden lassen.

Der Kreditaufschwung 2018 wurde von vielen Branchen getragen. So legte das Kreditvolumen mit dem Verarbeitenden Gewerbe um 6,8% zu, mit dem Dienstleistungssektor um 6% und mit Selbstständigen (bei teilweiser Überlappung) um 3,1%. Für die letzten beiden war es das stärkste Plus seit 1999. Unter den einzelnen Branchen stachen vor allem die Chemie (+21%), Beteiligungsgesellschaften (+12%) und Wohnungsunternehmen (+8%) heraus. Lediglich Holz/Papier/Möbel und Verkehr mussten ein geringes Minus hinnehmen. Die Kernbranche Maschinenbau/Auto lag mit +5½% im Mittelfeld.

... nach Branche

2



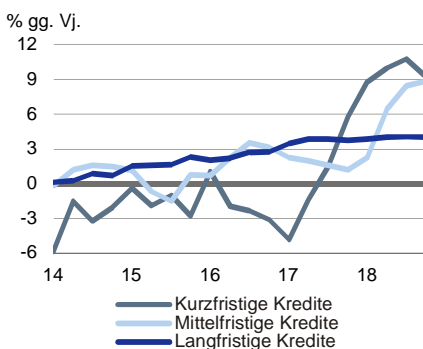
Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Keine große Beschleunigung gab es 2018 bei den langfristigen Krediten, die relativ stabil um 4% expandierten, während die kurz- und mittelfristigen Ausleihungen (jeweils +9%) für den größten Schwung sorgten. Das deutet darauf hin, dass manche Unternehmen vermehrt auf kurzfristige Liquiditätshaltung setzten und andere bereits eine Abschwächung des Geschäfts verspürten und die sinkende Profitabilität mit einer steigenden Kreditaufnahme kompensieren wollten. Zu den Faktoren, die die Aussichten trübten, gehörten neben einer deutlichen Wachstumsverlangsamung der deutschen Volkswirtschaft (nicht zuletzt aufgrund einer schwächer laufenden Weltwirtschaft) auch die Zuspitzung der globalen Handelskonflikte und die immer größeren Sorgen über einen möglicherweise chaotischen Brexit.

Die Bankengruppe mit der dynamischsten Kreditvergabe 2018 waren die Auslandsbanken (Kreditvolumen +11% ggü. Vorjahr). Allerdings zeigten sich zuletzt Überhitzungstendenzen und in Q4 war der Kreditbestand sogar rückläufig. Die Genossenschaftsbanken verzeichneten praktisch ein stabiles Plus von 6%, die Sparkassen von 5%. Ihr stärkstes Ergebnis seit der Finanzkrise schafften die Landesbanken mit +4½%, eine massive Verbesserung ggü. 2017. Unterdurchschnittlich schnitten die inländischen Kreditbanken und die Förderbanken (einschl. DZ Bank) ab. Obwohl beide ihre Wachstumsrate steigern konnten, verloren sie mit einem Plus von 3½% bzw. 2% weitere Marktanteile. Das größte Fragezeichen mit Blick auf 2019 dürfte sein, ob Auslandsbanken und Landesbanken ihr kräftiges Expansionstempo beibehalten (können und wollen). Einige Parallelen zur Situation vor gut einem Jahrzehnt sind auffällig – auch damals verbuchten diese beiden Bankengruppen in der Spätphase des Kreditzyklus ein besonders hohes Kreditwachstum, nur um dann im Zuge der Finanzkrise umso aggressiver den Rückzug anzutreten.

... nach Fristigkeit*

3



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Auf der Einlagenseite blieben die Zuflüsse von Unternehmen und Selbstständigen 2018 eher bescheiden (ausstehendes Volumen +1,6% oder EUR 20 Mrd. ggü. Vorjahr), auch wenn sie sich im Jahresverlauf leicht erhöhten. Dahinter verbarg sich einmal mehr ein ausgeprägter Substitutionseffekt, denn Sichteinlagen stiegen um EUR 50 Mrd., Termingelder schrumpften dagegen um EUR 30 Mrd. Angesichts des hohen Einlagenbestands der Unternehmen ist die geringe Dynamik jedoch eher eine gesunde Normalisierung und zudem den weiterhin negativen Zinsen geschuldet, die Unternehmen an die Banken bezahlen müssen. So lagen die Zinsen für Sicht- und Termineinlagen das gesamte Jahr über im ro-

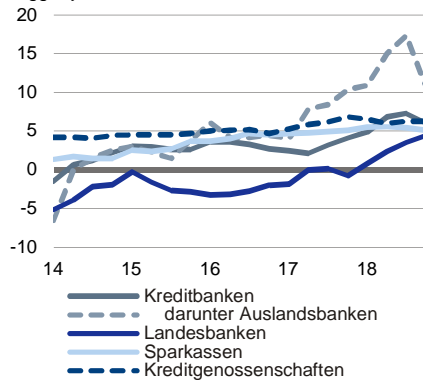


Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

... nach Bankengruppe*

4

% gg. Vj.



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

ten Bereich, zuletzt bei -3 bzw. -2 Bp. Auf der anderen Seite waren die Kreditzinsen tendenziell nochmals leicht rückläufig. Kapitalgesellschaften zahlten zuletzt für Kleinkredite (Volumen EUR < 1 Mio.) durchschnittlich nur 2,1% im Neugeschäft und für größere Kredite 1,2%; Personengesellschaften und Selbstständige weniger als 2% – ein neues Rekordtief. Dank solcher attraktiven Konditionen wird sich das Kreditwachstum 2019 zwar wohl abschwächen, aber dennoch robust bleiben.

Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



EZB: Abwarten kann riskant sein, wenn die Konjunktur lahmt

Muss die EZB handeln, damit die Geldpolitik locker bleibt?

Unseres Erachtens ja. Die EZB sollte ihre Geldpolitik im Vergleich zu den bisherigen Plänen lockern, wenn sich der Ausblick für die Preisstabilität spürbar verschlechtert, wenn die Geldpolitik bzw. ihre Transmission zu restriktiv im Vergleich zum Konjunkturausblick ist oder wenn gar beides eintritt. Unseres Erachtens spricht von beiden Seiten her einiges dafür, dass die EZB handeln sollte.

Der Konjunkturausblick hat sich eingetrübt

Wir haben unsere BIP-Wachstumsprognose für 2019 von 1,7% im Dezember auf nunmehr 0,9% gesenkt. Der Euroraum befindet sich in einer „rezessionsnahen Umlaufbahn“: Zum Jahresbeginn 2019 bestehen durchaus Kontraktionsrisiken. Allerdings ist nicht mit einer dauerhaften Rezession zu rechnen, weil insgesamt keine größeren Ungleichgewichte vorhanden sind und die Geldpolitik locker ist.¹⁶ Auch wenn wir unsere Erwartungen stärker nach unten korrigiert haben als der Markt, ist unsere Einschätzung unseres Erachtens nach wie vor optimistisch. Sie stützt sich auf einige günstige Annahmen, nämlich dass sich eine gute Lösung für die politischen Risiken (Handelskonflikt, Brexit) findet und dass die binnenwirtschaftlichen Belastungen auf einzelne Länder beschränkt und vorübergehender Natur sind. Insofern besteht für uns Anlass zur Nervosität. Den jüngsten Daten zufolge hat das Rezessionsrisiko zwar nicht weiter zugenommen, das Wachstum ist jedoch schwach, und die Konjunktur bleibt anfällig.¹⁷

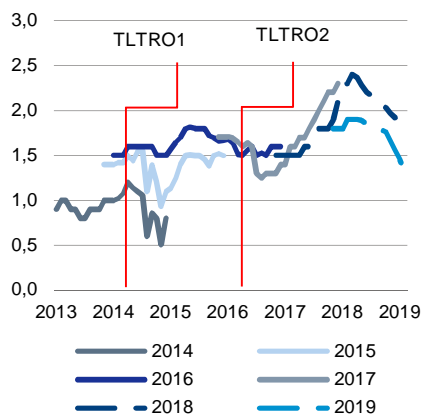
Auch die Inflationsprognosen und -erwartungen wurden nach unten revidiert. Darüber hinaus haben wir unsere Prognosen für die Kernrate des HVPI gesenkt. Inzwischen rechnen wir erst Ende 2020 mit einem dauerhaften Anstieg der Kernrate auf 1,5%. Damit dürfte der Schwellenwert erst ein Jahr später erreicht werden als wir noch vor wenigen Monaten prognostiziert hatten. Deshalb erwarten wir den ersten Zinsschritt jetzt erst im Dezember 2020.

Die bisherigen Erfolge der EZB auf dem Weg zur Normalisierung der Inflationsrate scheinen gefährdet zu sein. Die Konsensprognosen für den HVPI in den Jahren 2019 und 2020 sind sehr viel stabiler als 2014 bzw. 2016, also den Jahren, in denen EZB die TLTRO1 bzw. TLTRO 2 ankündigte. Die Ölpreise sind zuletzt nicht so stark zurückgegangen wie im Jahr 2014. Allerdings ist es besorgniserregend, dass die drei Faktoren, die uns bisher optimistisch auf die Inflationsnormalisierung blicken ließen, an Bedeutung verlieren. Erstens lassen die Umfragen darauf schließen, dass die Kernrate der Produzentenpreisinflation ihren Höchststand überschritten hat. Zweitens steigt bei einem Rückgang der Arbeitsmarkt- und Wachstumsindikatoren nicht nur das Risiko, dass sich die Lohninflation verlangsamt, sondern auch das Risiko, dass die höheren Lohnstückkosten erst später auf die Preisentwicklung durchschlagen.¹⁸ Drittens ist

Die Wachstumserwartungen wurden deutlich nach unten geschraubt

1

Wachstumserwartungen für die Eurozone (Consensus), %

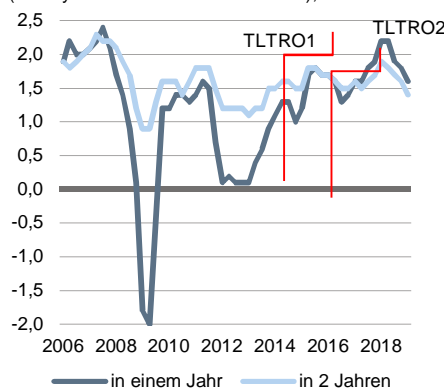


Quellen: Consensus Economics, Deutsche Bank Research

Zeichen dauerhafter Schwäche? SPF 2-J BIP-Wachstumserwartung niedriger als 2014/16

2

BIP-Wachstumserwartungen für die Eurozone, (Survey of Professional Forecasters), %



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

¹⁶ A recessionary orbit and rising vulnerability. DB Focus Europe. 7. Februar 2019.

¹⁷ Cycle dashboard: recession risks have easing by the cycle remains vulnerable. DB Focus Europe. 28. Februar 2019.

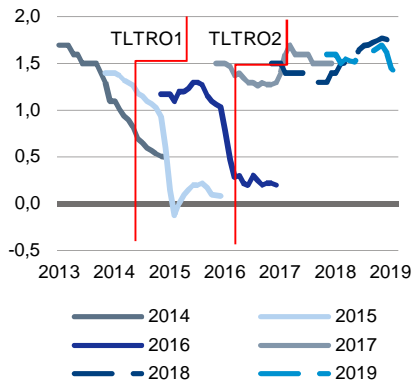
¹⁸ In einem kürzlich veröffentlichten Working Paper schrieb die EZB, dass ein Anstieg der Lohnstückkosten in einem Umfeld mit niedrigen Inflationsraten nicht so stark auf die Preisentwicklung durchschlägt wie in einem Umfeld mit normalen Inflationsraten. Wenn die Inflation niedrig und der Makroausblick eher ungünstig ist, blicken die Unternehmen nicht mit genügend Vertrauen in die Zukunft, um die Preise anzuheben, da sie ein solcher Schritt potenziell Marktanteile kosten könnten.



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

Die kurzfristigen Inflationserwartungen sind heute stabiler als 2014 und 2016 **3**

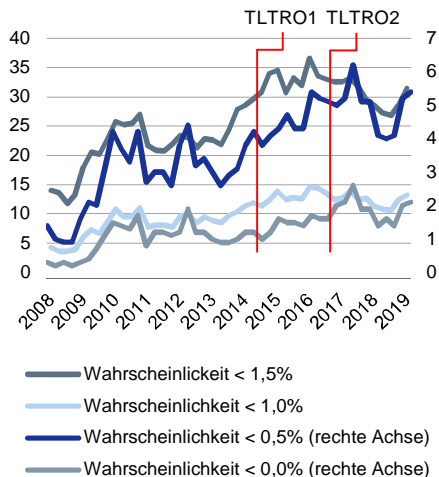
Inflationserwartungen (HVPI) für die Eurozone (Consensus), %



Quellen: Consensus Economics, Deutsche Bank Research

Das Risiko einer Niedriginflationsphase für die mittlere Frist steigt wieder **4**

Wahrscheinlichkeit für die in 5 Jahren erwartete Inflationsrate (HVPI), %



Quellen: Consensus Economics, Deutsche Bank Research

die Wahrscheinlichkeit von mittelfristig niedrigen Inflationsszahlen in den vergangenen beiden Quartalen gestiegen.

Die Tabelle 5 zeigt, wie die neuen EZB-Prognosen unseres Erachtens ausfallen werden. Die Wachstumsraten für 2019 bzw. 2020 dürften um 0,4%-Punkte bzw. 0,2%-Punkte auf 1,3% bzw. 1,5% zurückgenommen werden. Auch die Inflation dürfte sich langsamer erholen als zuvor erwartet; die Prognosen für die Gesamt- bzw. Kernrate in den Jahren 2019 bzw. 2020 und 2021 dürften um 0,2%-Punkte bzw. 0,2%-Punkte und 0,1%-Punkt gesenkt werden. Insgesamt ist zwar weiterhin mit einem Anstieg zu rechnen, aber das bisherige Muster mit allmählichen Abwärtskorrekturen tritt wieder zutage.

Was sollte die EZB tun?

Wenn die EZB zu dem Schluss kommt, dass es sich bei der aktuellen Konjunkturschwäche nur um eine vorübergehende Phase handelt, wird der Rat die finanziellen Bedingungen wohl vor allem mit Hilfe der Forward Guidance so gestalten, dass diese Verlangsamung abgefangen wird.

Die Forward Guidance hängt zum Teil von aktuellen Daten ab. Deshalb rechnet der Markt jetzt erst später mit der ersten Zinsanhebung, denn die Wachstums- und Inflationserwartungen sinken. Die EZB hat die Forward Guidance bewusst so gestaltet, um einen automatischen Stabilisator zu schaffen. Weil die Guidance immer wieder aktualisiert wird, verstärkt sich dieser Stabilisierungseffekt. Wenn der erste Zinsschritt zu einem späteren Zeitpunkt erwartet wird und gleichzeitig auch erst später mit einer Verringerung der Reinvestitionen gerechnet wird, werden die finanziellen Bedingungen zusätzlich gelockert. Falls die Schwächephase tatsächlich vorübergehender Natur ist, könnte es nach Auffassung der EZB sinnvoll sein, den Zeitraum, in dem sie die Zinsen unverändert halten will, um sechs Monate von „mindestens über den Sommer“ auf „mindestens über den nächsten Winter“ zu verlängern.

Wenn die EZB jedoch annimmt, dass es sich um eine länger anhaltende Schwächephase handelt, reicht eine Verstärkung des automatischen Stabilisators in Form der Forward Guidance gegebenenfalls nicht aus. In dieser Situation könnte es sinnvoll sein, die Kreditvergabebedingungen ähnlich wie in den Jahren 2014 und 2016 zu lockern; damals kündigte die EZB u.a. die TLTRO1 und die TLTRO2 an¹⁹.

Die konjunkturelle Lage ist derzeit etwas unklar. Unter Risikomanagement-Gesichtspunkten sollte die EZB unseres Erachtens Maßnahmen ergreifen, um die bisherigen Erfolge ihrer lockeren Geldpolitik zu sichern²⁰. Dabei ist vor allem zu vermeiden, dass ein Schock für die Konjunktur, dessen Dauer bisher unklar ist, durch das Bankensystem und die Kreditmärkte verstärkt wird und den Transmissionsmechanismus beeinträchtigt.

Vier Elemente könnten dabei unseres Erachtens für ein möglichst gutes Ergebnis der geldpolitischen Reaktion bei möglichst geringen Kosten sorgen.

- Erstens: Die Frist, während der die Zinsen unverändert gelassen werden, sollte um sechs Monate auf „mindestens über den Winter“ verlängert werden. Der Markt erwartet den ersten Zinsschritt erst später. Eine solche, eher

¹⁹ Allerdings beschränkten sich die Maßnahmen in den Jahren 2014 und 2016 nicht allein auf die TLTROs. Im Juni 2014 gab die EZB neben der TLTRO1 auch einen negativen Einlagenzins und erste Käufe von privaten Vermögenswerten bekannt. Im März 2016 kündigte die EZB neben der TLTRO2 auch eine Ausweitung der Käufe auf EUR 80 Mrd. pro Monat an.

²⁰ Central banks as risk managers. Rede von Benoît Coeuré, Direktorium der EZB. 16. Dezember 2017.



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

ungewöhnliche Forward Guidance hätte jedoch einen asymmetrischen Effekt: Sie würde die Erholung beschleunigen, weil sie der EZB die Hände bindet, sodass diese nicht zu früh reagieren kann.

- Zweitens: Für die TLTRO2 wird eine Lösung gefunden, die zumindest eine Rollierung des Nettoliquiditätsengagements der Banken in Italien und Spanien ermöglicht. Bei einem Auslaufen der TLTRO2-Fazilität würde die EZB ihre Chancen darauf schmälern, dass sich die Inflation wie gewünscht normalisiert²¹.
- Drittens: Die EZB sollte deutlicher ihre Bereitschaft dazu erklären, erforderlichenfalls alle verfügbaren Instrumente zu nutzen. Die Märkte müssen darauf vertrauen, dass die EZB gegebenenfalls weiter Staatsanleihen im großen Stil kaufen kann, um die bisherigen Erfolge des aktuellen geldpolitischen Kurses zu sichern. Dazu könnte z.B. ein Signal beitragen, dass die Grenzwerte – z.B. die Obergrenze von 33% pro Emission/Emittent – nicht strikt bindend gehandhabt werden.
- Viertens: Die Belastungen der strukturellen Rentabilität des Bankensystems durch die anhaltend negativen Einlagenzinsen sollten abgemildert werden. Einige technische Argumente sprechen dafür, dass eine Einengung des Korridors für die ständigen Fazilitäten hilfreich sein könnte. Allerdings würde bereits eine Teilabschaffung des negativen Einlagensatzes den Eonia anheben und so die Kosten für die Kreditnehmer in kontraproduktiver Weise steigern. Ein Tiering der Reserven könnte glaubwürdiger sein, bringt aber andere Probleme mit sich²².

Was wird die EZB tun?

Die Wahrscheinlichkeiten sind wohl nahe 50:50, aber wir erwarten, dass am 7. März noch keine Entscheidung fallen wird. Den jüngsten Äußerungen von EZB-Ratsmitgliedern zufolge scheint die Besorgnis über den Ausblick im Vergleich zur vorhergehenden Sitzung selbst bei den Falken (Weidmann, Knot) zugenommen zu haben. Die Kommentare von Vertretern der zunehmend einflussreicheren Mitte im Rat (Lane, Rehn, Villeroy) lassen erwarten, dass am 7. März noch nicht unbedingt eine Entscheidung getroffen wird. Der scheidende Chefökonom Praet und andere Ratsmitglieder (Nowotny) haben ähnliche Signale gesendet. Im Protokoll der vorhergehenden Ratssitzungen hieß es, etwaige TLTRO-Entscheidungen sollten nicht zu hastig gefällt werden.

Im Moment würde eine politische Entscheidung bereits am 7. März wohl als positive Überraschung anzusehen sein. Seit den jüngsten Äußerungen der Ratsmitglieder sind keine neuen Daten veröffentlicht worden bzw. Ereignisse eingetreten, die Aufschluss darüber geben, ob die Schwächephase vorübergehender oder dauerhafter Natur ist. Zugleich sind die Märkte relativ stabil²³. Der Abstand zwischen der März- und der April-Sitzung ist wegen Ostern kürzer als sonst. Weil nicht klar ist, wie die konjunkturelle Lage tatsächlich ist, werden die mit einem Abwarten verbundenen Kosten gegebenenfalls als gering angesehen.

In einem für den Rat typischen Kompromiss könnte die EZB am 7. März die Geltungsdauer der Forward Guidance verlängern, sich so eine positive Einschätzung des Marktes sichern und in der Zwischenzeit prüfen, was sie in Bezug auf die TLTROs tun könnte und sollte. Unseres Erachtens wäre eine Verlängerung

²¹ Warum wir eine Verlängerung des Netto-TLTRO2-Engagements für erforderlich halten, nicht jedoch unbedingt eine neue, umfangreiche und gezielte TLTRO3, erläutern wir im Detail in: Why the ECB needs to solve TLTRO2. DB Focus Europe. 27. Februar 2019.

²² Banking on banks: profits, persistence and monetary policy. DB Focus Europe. 22. Januar 2019.

²³ Auch die guten Kreditdaten aus China und die Hoffnung auf das Abklingen einiger bedeutsamer globaler politischer Risiken (Handelskonflikt, ungeordneter Brexit) könnten für eine relativ optimistische Stimmung sorgen.



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

zu rechtfertigen. Die EZB-Prognosen für Wachstum und Inflation werden voraussichtlich gesenkt, das Risiko einer mittelfristig niedrigen Inflation nimmt wieder zu, und die EZB betont nach wie vor, dass sie geduldig, stetig und umsichtig vorgehen will. Dementsprechend könnte sie auch zusagen, dass die Zinsen noch auf längere Zeit hinaus niedrig bleiben. Allerdings würde ein solcher Kurs nicht auf einhellige Unterstützung treffen. Weidmann hat bereits geäußert, eine solche Maßnahme sei nicht dringend erforderlich, da die Forward Guidance ohnehin von der aktuellen Situation abhängt.²⁴

Wenn die EZB nach der Abwärtskorrektur der Wachstums- und Inflationsprognosen am 7. März keine Lockerungsmaßnahmen ankündigt, stellt sich allerdings die Frage, wann sie denn solchen Maßnahmen treffen wird. Um eine negative Marktreaktion und restriktivere finanzielle Bedingungen zu vermeiden, müsste sich die EZB so taubenhaft äußern, dass die Tür für politische Lockerungen weit offen bleibt. So sollte es z.B. nicht darum gehen, ob die EZB eine Lösung für die TLTRO2 findet, sondern nur darum, wie diese aussieht. Die Märkte dürften außerdem genau darauf achten, mit welchen Formulierungen die Abwärtsrisiken für das Wachstum und das Vertrauen in eine Normalisierung der Inflation beschrieben werden. Begriffe wie „genau beobachten“ und insbesondere „wachsam“ könnten als Codewörter dienen, die eine baldige politische Lockerung signalisieren.

Kompromiss bei der Forward Guidance

Laut MNI wäre es „Quellen“ zufolge sogar möglich, dass sich die EZB keinerlei zeitlichen Rahmen mehr setzt, innerhalb dessen sie ihren Leitzins unverändert lässt²⁵. Ein solcher Schritt müsste nicht unbedingt am 7. März erfolgen, könnte aber Teil eines Kompromisses zwischen Falken und Tauben sein, mit dem ein Konsens für eine TLTRO2-Lösung hergestellt wird: Da nicht klar ist, ob die aktuelle Schwächephase vorübergehender oder dauerhafter Natur ist, könnte der Rat einer TLTRO2-Lösung nur unter der Bedingung zustimmen, dass er freie Hand für eine frühere Zinsanhebung für den Fall bekommt, dass sich die Konjunktur als widerstandsfähig erweist und die TLTRO-Lösung die Wirtschaft zu stark ankurbelt.

Im Juni 2018 führte die EZB ihre „verbesserte“ Forward Guidance ein. Dadurch sollten der erste Zinsschritt und das Ende der Käufe von Vermögenswerten voneinander entkoppelt werden. So wurde die kurzfristige Zinsvolatilität reduziert. Eine solche Vorabfestlegung im Rahmen der Forward Guidance ist jedoch für die EZB ungewöhnlich. Bis zu jenem Zeitpunkt hatte die EZB immer betont, dass sie sich nicht vorab festlegen wolle. Schließlich kann es die Glaubwürdigkeit der EZB-Politik beschädigen, wenn sie etwaige Maßnahmen im Vorhinein ausschließt, obwohl sie zu einem späteren Zeitpunkt vielleicht erforderlich wären. Die EZB richtet ihre Politik lieber an der tatsächlichen Lage aus. Oder anders ausgedrückt: Die EZB zieht es vor, dem Markt ihre Reaktionsfunktion zu erläutern.

In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die bisherige Forward Guidance um sechs Monate verlängert wird. Allerdings spricht auch einiges dagegen. Die Falken werden eine TLTRO2-Lösung möglicherweise nur unterstützen, wenn die Tauben akzeptieren, dass der entsprechende Zinssatz vom Zinssatz für das Hauptrefinanzierungsgeschäft abhängt und wenn die zeitliche Festlegung mit Blick auf eine unveränderte Zinspolitik aufgegeben werden. Mit einem solchen Kompromiss würde die EZB einen Deleveraging der Banken nach

²⁴ ECB need not change rate guidance just yet, Weidmann says. Reuters Newswires. 27. Februar 2019.

²⁵ MNI Sources: ECB could streamline guidance in coming months. Market News. 25. Februar 2019.



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

dem Auslaufen der TLTRO verhindern, ohne sich der Möglichkeit zu rascheren Zinsanhebungen für den Fall zu berauben, dass sich die Konjunktur bald stärker als erwartet belebt.

Für eine Abkehr von der Vorabfestlegung spricht auch, dass der Zeitpunkt für einen solchen Schritt nach Auffassung der EZB günstig sein könnte. Der beste Zeitpunkt ist wohl dann, wenn noch nicht viel dafür spricht, die Zinsen tatsächlich früher anzuheben als es in der Forward Guidance in Aussicht gestellt war. Dies ist tatsächlich im Moment der Fall, denn die Wachstums- und Inflationserwartungen sinken und der Markt hat den ersten Zinsschritt erst für die zweite Jahreshälfte 2020 eingepreist.

Und drittens hätte Draghis Nachfolger in einem solchen Fall freie Hand. Dieses Argument ist zwar stichhaltig; die Kandidaten für Draghis Nachfolge sind jedoch – abgesehen von Erkki Liikanen – bereits im EZB-Rat vertreten (Rehn, Weidmann, Villeroy, Coeuré und Knot).

Die „verbesserte“ Forward Guidance wäre damit noch nicht abgeschafft. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass sich die EZB genauer zum Tempo und zur Häufigkeit der Zinsschritte äußern wird, wenn der erste Zinsschritt näher rückt. Dies wird jedoch wie bisher in einer Weise geschehen, dass sie ihre Reaktionsfunktion erläutert.

Tabelle 5: ECB Staff Prognosen: Wir erwarten durch die Bank Abwärtsrevisionen

		Reales BIP, %			HVPI (Headline), %			HVPI (Kernrate), %		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
ECB Staff (Dez. 2018)	13.12.18	1,7	1,7	1,5	1,6	1,7	1,8	1,4	1,6	1,8
IWF (WEO)	21.01.19	1,6	1,7	---	1,7	1,7	---	---	---	---
Survey of Prof. Forecasters	25.01.19	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6	1,7	1,3	1,5	1,6
Europäische Kommission	05.02.19	1,3	1,6	---	1,4	1,5	---	---	---	---
Deutsche Bank	07.02.19	0,9	1,3	1,2	1,3	1,5	---	1,1	1,3	---
Consensus Economics Inc	11.02.19	1,3	1,4	---	1,4	1,5	---	---	---	---
Bloomberg Consensus	22.02.19	1,4	1,5	1,4	1,4	1,5	1,7	---	---	---
ECB Staff Prognosen (März 2019)										
-- DB-Erwartungen für die ECB Staff Prognosen		1,3	1,5	1,5	1,4	1,5	1,7	1,2	1,4	1,7
-- ECB Staff Prognosen (gg. Dez. 2018)		-0,4	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1

Quellen: Deutsche Bank, IWF, EU-Kommission, Consensus Economics Inc, Bloomberg Finance LP

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

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



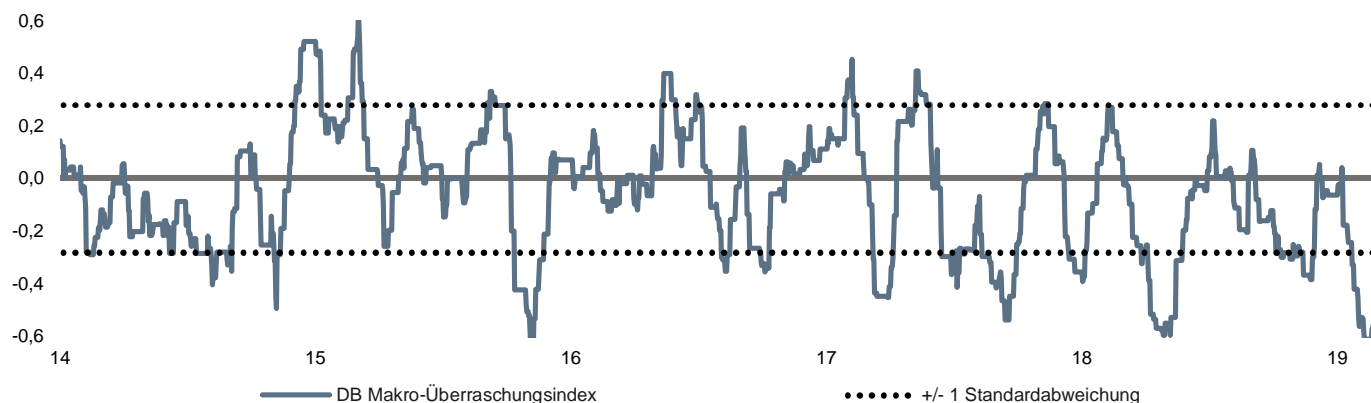
Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

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
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	12 2018	31.01.2019	-3.1	-0.6	-2.5	0.0	0.1
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	1 2019	31.01.2019	-2.0	-10.0	-8.0	-0.5	0.2
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	1 2019	01.02.2019	49.7	49.9	-0.2	-0.2	0.3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	1 2019	05.02.2019	53.0	53.1	-0.1	-0.1	0.4
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	12 2018	06.02.2019	-1.6	0.3	-1.9	-0.9	0.1
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	12 2018	07.02.2019	-0.4	0.8	-1.2	-0.9	0.1
GRTBALE Index	Handelsbilanz (EUR Mrd.)	12 2018	08.02.2019	14.3	16.5	-2.2	-1.0	0.2
GRBTEXMM Index	Exporte (% gg. Vm.)	12 2018	08.02.2019	1.5	0.4	1.1	0.5	0.7
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	12 2018	08.02.2019	21.0	23.3	-2.3	-1.0	0.1
GRBTIMMM Index	Importe (% gg. Vm.)	12 2018	08.02.2019	0.7	0.5	0.2	0.1	0.5
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	2 2019	19.02.2019	-13.4	-13.6	0.2	0.1	0.5
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	2 2019	19.02.2019	15.0	20.0	-5.0	-0.8	0.1
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	1 2019	21.02.2019	1.4	1.4	0.0	0.4	0.4
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	2 2019	21.02.2019	47.6	47.6	0.0	0.0	0.4
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	2 2019	21.02.2019	55.1	55.1	0.0	0.0	0.5
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	2 2019	22.02.2019	98.5	98.9	-0.4	-0.6	0.2
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	12 2018	22.02.2019	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.3
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	1 2019	28.02.2019	0.8	1.2	-0.4	-0.7	0.2
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	2 2019	28.02.2019	1.6	1.5	0.1	1.0	0.8
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	1 2019	01.03.2019	3.3	2.0	1.3	1.3	0.9

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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.



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
8 Mar 2019	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Januar	0,7	-1,6
11 Mar 2019	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Januar	0,5	0,2
11 Mar 2019	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Januar	18,8	19,9
11 Mar 2019	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Januar	-0,5	1,5
11 Mar 2019	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Januar	0,0	0,7
22 Mar 2019	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	März	49,0	47,6
22 Mar 2019	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	März	54,0	55,1
25 Mar 2019	10:00	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	März	99,0	98,5
28 Mar 2019	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	März	1,6	1,4
29 Mar 2019	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Februar	0,6	3,3
29 Mar 2019	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	März	5,0	5,0

*lt. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

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

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



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
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	2,375	-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	2,63	0,03	-0,31	0,85
Mar-19	2,93	0,05	-0,33	0,88
Jun-19	3,18	0,05	-0,33	1,00
Sep-19	3,43	0,05	-0,30	1,13

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,72	-0,02	0,18	1,31
Mar-19	2,90	0,00	0,13	1,55
Jun-19	2,95	0,05	0,20	1,65
Sep-19	2,95	0,05	0,35	1,70

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	110,89	0,86	1,33	1,13	10,55	7,46	9,73	4,32	315,96	25,60
Mar-19	1,16	106,00	0,82	1,42	1,13	10,40		9,35	4,30	317,52	25,65
Jun-19	1,18	104,00	0,80	1,48	1,13	10,50		9,20	4,35	320,00	25,60
Sep-19	1,22	102,00	0,82	1,49	1,14	10,65		9,25	4,35	322,50	25,45

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

Deutschland: Datenmonitor

	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Sep 2018	Okt 2018	Nov 2018	Dez 2018	Jan 2019	Feb 2019
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	104,2	102,6	103,3	102,1		103,9	103,0	102,2	101,1	99,3	98,5
ifo Geschäftserwartungen	100,7	98,8	100,1	98,6		100,8	99,8	98,7	97,3	94,3	93,8
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	107,9	105,1	104,6	101,6		104,7	102,6	101,8	100,5	98,8	97,8
Produktion (% gg. Vp.)	0,1	0,3	-1,6	-1,4		-0,1	-0,5	-1,5	0,2		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-2,5	-1,4	-1,0	0,3		-0,1	0,3	-0,2	-1,6		
Grad der Kapazitätsauslastung	88,2	87,8	87,8	87,1	86,3						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	1,3	5,8	-0,1	-1,0		4,1	-2,0	-0,9	-1,3		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	0,7	-5,2	0,7	11,3		3,7	0,4	6,1	13,2		
ifo Bauhauptgewerbe	110,3	111,6	116,6	116,8		117,7	118,0	116,3	116,2	111,6	110,6
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,7	-1,1	-1,5	-1,5		-0,7	-1,1	-1,1	-2,3	-2,3	-2,2
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-0,3	1,2	-0,5	0,2		-0,2	0,4	1,6	-3,1	3,3	
	4,0	1,9	1,2	-8,1		-30,5	-7,4	-9,9	-6,7	-1,4	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-2,6	-1,4	-2,3	1,3		-1,9	3,1	-2,3	-2,3		
Exporte (% gg. Vp.)	-0,4	1,0	-0,2	1,0		-0,4	0,9	-0,3	1,5		
Importe (% gg. Vp.)	0,5	2,1	2,3	-0,2		0,7	0,8	-1,3	0,7		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	61,9	59,6	52,7	56,6		17,6	17,9	18,9	19,9		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	5,4	5,2	5,2	5,0		5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-68,7	-37,3	-36,3	-46,3		-23,0	-12,0	-16,0	-15,0	-4,0	-21,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,4	1,3	1,2	1,1		1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	
ifo Beschäftigungsbarometer	104,9	103,9	104,8	104,2		105,0	104,8	103,7	104,2	103,0	102,9
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	1,5	2,0	2,2	2,2		2,2	2,6	2,2	1,7	1,7	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,4	1,3	1,4	1,4		1,4	1,8	1,1	1,2	1,7	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	2,0	2,6									
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-12,4	2,6	-0,5	-0,3		-2,1	1,5	-0,1	-2,2	-2,3	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	66,9	74,5	75,1	68,0		78,9	81,0	64,7	56,5	59,4	64,1
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	16,4	17,3	21,4	21,5		21,5	21,5	21,2	21,9	20,1	19,1
EC Unternehmensumfrage	15,0	13,8	15,8	17,6		16,5	14,4	17,3	21,1	18,9	13,0
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	2,5	1,7	3,4	2,7							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,8	2,9	3,5	2,8							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	3,5	1,6	3,0	2,0							
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	3,4	3,6	4,1	4,5		4,1	4,5	4,4	4,5	4,0	
Trend von M3*						3,6	3,8	4,0	4,3	4,5	4,3
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	4,3	4,3	4,3	3,9		4,3	4,1	3,8	3,9		
Kredite an öffentliche Haushalte	-20,0	-7,0	-2,7	-6,2		-2,7	-6,7	-6,4	-6,2		

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

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



Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft



Ausblick Deutschland

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite www.dbresearch.de. Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com

- „ Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft 6. März 2019
- „ Die R-Frage 5. Februar 2019
- „ Ausblick 2019:
Verlangsamung, aber keine harte Landung 13. Dezember 2018
- „ 2019: Nur noch 1,3% BIP-Wachstum.
Neuwahlen werden wahrscheinlicher 2. November 2018
- „ Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender
Gegenwinde 4. Oktober 2018
- „ Wolken über der noch märchenhaften
Wirtschaftslage 4. September 2018
- „ Turbulenter Sommerauftakt 3. Juli 2018
- „ Mehr Signale eines schwächeren Wachstumstrends 11. Juni 2018
- „ Nachlassende Wachstumsdynamik,
aber Normalisierung der Inflation 8. Mai 2018

© 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