



Das ist ein Auszug aus [Focus Europe - Forecast Update: Fundamentals vs. Risks](#), veröffentlicht am 14. September 2018.

## Prognose-Update

21. September 2018

### Wirtschaftliche Rahmenbedingungen vs. Risiken

Autor  
Mark Wall  
+44(207)545-2087  
mark.wall@db.com

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

Nachdem die Wirtschaft im Euroraum infolge des kräftigen Gegenwinds – durch Überwälzung der Euro-Aufwertung, enttäuschende Ausfuhren nach China und höhere Ölpreise – im 1. Halbjahr massiv an Schwung verloren hat und nur noch mit einer Jahresrate von 2% statt wie zuvor 3% gewachsen ist, hat sich die Lage zuletzt wieder entspannt. In der Folge hat sich das Wachstum wieder stabilisiert. Ob sich dieser Trend fortsetzt, hängt davon ab, inwieweit die nach wie vor robusten Fundamentaldaten (zyklische und strukturelle Treiber) angesichts zunehmender Risikofaktoren noch für Unterstützung sorgen.

**In den Jahren 2016 und 2017 mehrten sich die Anzeichen, dass die Wirtschaft im Euroraum aus der Krise kommt.** Wachstumstreiber waren nicht länger die Geldpolitik und der niedrige Ölpreis, sondern Außenhandel, Beschäftigung und Investitionen. 2018 – so die Annahme – würde sich die Normalisierung weiter fortsetzen und über das zunehmende Vertrauen in die Nachhaltigkeit des Wachstums zu einer Normalisierung der Inflation und damit zum Ausstieg der EZB aus ihrer Politik der quantitativen Lockerung und letzten Endes wieder zu steigenden Zinsen führen.

**Aber die wirtschaftliche Entwicklung verläuft nicht geradlinig.** Die von unserem „SIRENMomentum“-Indikator Anfang 2018 signalisierte Jahresrate von 3% entspricht der zweifachen Trendrate und wäre – wie die Erfahrung der Vergangenheit zeigt – auf Dauer nicht haltbar gewesen. So sind freie Kapazitäten inzwischen zunehmend begrenzt, und auch von anderer Seite, wie etwa dem höheren Ölpreis, kam vorübergehend Gegenwind. Für sich genommen spräche dies für eine normale konjunkturelle Schwäche in H1, und der weitere Verlauf des Konjunkturzyklus wäre klar – von Wachstum über Inflation hin zum Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik. Allerdings nahmen zuletzt die Risikofaktoren zu, auch wenn die temporären Faktoren inzwischen wieder gedreht haben.

**Risiken könnten sich abschwächen:** Italien zeigt sich bei fiskalpolitischen Themen inzwischen etwas kompromissbereiter, bei den Autozöllen haben sich die USA und die EU auf eine Art Waffenstillstand verständigt, die EU hat sich beim Abkommen für die Übergangszeit nach dem Brexit zu Zugeständnissen bereiterklärt, und in den Schwellenländern dürften die Risiken eher länderspezifisch als systemisch sein. Wir halten daher weitgehend an unserer Prognose fest, dass der Euroraum weiter leicht über Trend wächst, und erwarten eine Rate von 2,0% für 2018 und 1,7% für 2019. Angesichts einer Kerninflation von



1,5% ist davon auszugehen, dass die EZB die Zinsen wie erwartet 2019 erstmals wieder anhebt.

**Konjunkturelles Umfeld.** Infolge des neuen WLTP-Abgastestverfahrens drohen zwar Produktionsausfälle bei den Autoherstellern. Diese dürften aber nur vorübergehend sein. Aus unserer Sicht sprechen die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen weiterhin für leicht über dem Trend liegende Wachstumsraten. Der weltwirtschaftliche Ausblick ist relativ robust. Dank des boomenden Arbeitsmarktes, kräftiger Lohnzuwächse und der lockeren Finanzpolitik steigen die real verfügbaren Einkommen, und das trotz höherer Inflation. Die Bedingungen an den Finanzmärkten sind nach wie vor akkommodierend und relativ stabil. Die Kreditvergabe insbesondere an die privaten Haushalte hat sich verbessert.

**Strukturelle Faktoren.** Bei höherem Trendwachstum könnte der Konjunkturzyklus sogar noch länger andauern. Allerdings sollte der Trend aus unserer Sicht nicht überschätzt werden. Denn erstens mangelt es sowohl national als auch EU-weit an Reformen. Zweitens bleibt abzuwarten, ob die zuletzt wieder höheren Partizipationsquoten über die schwachen Vorkrisenniveaus hinaus ansteigen. Und drittens wird die demografische Entwicklung in Deutschland, dem größten Euroland, in den nächsten Jahren für immer größere Belastungen sorgen. Unterstellt man für den Euroraum ein Trendwachstum im Bereich von 1,25-1,50% käme es weiterhin zu Kapazitätsengpässen, was im Gegenzug für höhere Investitionsausgaben sowie steigende Preissetzungskraft und Löhne spricht.

**Risiken.** Sorge bereitet vor allem, dass im Verlauf der vergangenen sechs Monate die Unsicherheitsfaktoren für die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum zugenommen haben. Hierzu zählen neben dem Handelskonflikt u.a. auch der politische Kurs der neuen Regierung in Italien und die Spekulationen über einen harten Brexit. So deuten die jüngste Schwäche der Investitionsaufträge im Euroraum und die zunehmende Furcht der privaten Haushalte vor Arbeitslosigkeit darauf, dass die zunehmenden Risiken bereits ihre Spuren bei Vertrauen und Verhalten hinterlassen haben könnten.

**Unsere Prognosen für wichtige Euroländer.** Im Prognosezeitraum – Q4 2018 und 2019 — überwiegen nach wie vor die politischen Risiken, selbst wenn sich – wie in unserem Basisszenario unterstellt – Italien bei fiskalpolitischen Themen kompromissbereiter zeigt und es nicht zu einem harten Brexit kommt. Im Falle von Ereignisrisiken drohen Gefahren für das politische Gleichgewicht im Euroraum. Die Fortschritte, die Präsident Macron bei seinen Reformvorhaben in Frankreich erzielt, werden mit darüber entscheiden, ob er seine Ideen für eine Erneuerung der EU durchsetzen kann, zumal Bundeskanzlerin Merkmals innenpolitischer Handlungsspielraum begrenzt ist. Im Frühjahr 2019 dürfte mit der Europawahl der Lackmустest für die politische Stabilität anstehen. In Italien könnten Neuwahlen drohen, und auch in Spanien zeichnen sich für den späteren Jahresverlauf 2019 vorgezogene Wahlen ab. Im Gegensatz zu Italien befindet sich Spanien aber nicht auf Konfrontationskurs zu Brüssel, und auch die Katalonien-Frage spielt nur eine untergeordnete Rolle. Ein Hauptrisiko bleibt die EU-Migrationspolitik.



**Sollte sich unsere Einschätzung als falsch erweisen und die derzeit diskutierten Risiken tatsächlich eintreten, besteht die Gefahr, dass sich das Wachstum in Europa** aufgrund der zugrundeliegenden strukturellen Schwächen **deutlich abschwächt**. Im Falle eines größeren Schocks ist eine Kettenreaktion nicht auszuschließen. Denn erstens könnten an den Märkten Zweifel aufkommen, ob die EZB auch den nächsten Großbrand löschen kann. Zweitens dürfte dann klar werden, wie desaströs die Haushaltslage in Italien tatsächlich ist. Drittens steht zu befürchten, dass die Banken bei weiter andauernder Niedrigzinsphase nicht mehr für die nötigen Wachstumsimpulse sorgen können. Und viertens dürften die populistischen Parteien bei anhaltend schwachem Wirtschaftswachstum noch mehr Zulauf erhalten.

**Unsere BIP-Prognose für 2018 haben wir zwar um 0,1 %-Punkte nach unten korrigiert, halten aber weitgehend an unserem Wachstumsausblick fest.** Die Einkommenszuwächse (Beschäftigung und Löhne) bleiben solide und die Finanzmärkte akkommodierend. Die durch den Handelskonflikt drohenden Risiken dürften beherrschbar sein. Auch wenn einige Risiken nach wie vor für Unsicherheit sorgen könnten, ist das Schlimmste wohl vorerst überstanden. Wir erwarten daher ein leicht über der Trendrate liegendes Wachstum, das sich allerdings zu Jahresbeginn 2019 allmählich abschwächen dürfte.



## Prognose-Update

---

© Copyright 2018. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.