



Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

8. April 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

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
Deutsches Exportwachstum 2019: Nochmals schwächer	3
Welthandel wächst 2019 nur um 1 ½% - 2%	8
Update Automobilkonjunktur	11
Staatsfinanzen: Kein Konjunkturpaket!	14
EZB: Vom Abschwung eingeholt	17
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland	20
Datenkalender	21
Finanzmarktprognosen	22
Datenmonitor	23

Original in englischer Sprache: 5. April 2019

Deutsches Exportwachstum 2019: Nochmals schwächer. Die deutschen Warenausfuhren nahmen 2018 nominal um 3% zu. Der Handelsbilanzüberschuss sank mit 6,7% des BIP auf den niedrigsten Wert seit 2011. Hohe Nachfrage nach deutschen Exporten kam – wie schon im Jahr 2017 – aus China und den Niederlanden. Wir erwarten, dass die deutschen Warenausfuhren im 1. Halbjahr 2019 nur wenig zulegen oder im Durchschnitt lediglich stagnieren werden. Für das Gesamtjahr 2019 wäre es als Erfolg zu werten, wenn die deutschen Exporte nominal um 2% steigen.

Welthandel wächst 2019 nur um 1 ½% bis 2%. Aufgrund des Handelsstreits zwischen China und den USA und der Unsicherheit bezüglich des Brexit dürfte der Welthandel in 2019 eher unterdurchschnittlich wachsen. Wir erwarten, dass die Unsicherheit im Laufe des Jahres etwas nachlassen wird, sodass der Welthandel an Schwung gewinnen könnte. Der globale Warenverkehr (CPB) dürfte dann um 1 ½% und der globale Güter- und Dienstleistungshandel (IWF) um 2% zulegen. Trotz einer sich wohl weiter verlangsamenden Weltkonjunktur, aber dank nachlassender Risiken könnte der globale Warenverkehr 2020 um 2,5% und der globale Güter- und Dienstleistungshandel um 3% steigen.

Update Automobilindustrie. Derzeit bewältigt die Branche den WLTP-induzierten Einbruch von H2 2018, sieht sich aber gleichzeitig mit einer deutlich abgeschwächten globalen Nachfrage konfrontiert. Trotz eines Rücksetzers im Januar deuten Produktion und Auftragseingang – insbesondere aus dem Inland – auf eine Stabilisierung hin, die sich auch in einer optimistischeren Einschätzung der aktuellen Geschäftslage sowie der aktuellen Produktionstätigkeit (ifo, März-Daten) zeigt. Allerdings haben sich in der ifo-Umfrage die Geschäfts- und Produktionserwartungen, vor allem aber die Exporterwartungen sowie die Einschätzung der Fertigwarenlager, zuletzt wieder deutlich eingetrübt.

Staatsfinanzen: Kein Konjunkturpaket! Die Regierung hält an der „schwarzen Null“ fest, muss dazu aber die Flüchtlingsrücklage vollständig auflösen. Der erwartete Rückgang im strukturellen Finanzierungssaldo um ca. ½%-Punkt des BIP ist im Wesentlichen auf bereits beschlossene Maßnahmen zurückzuführen. Die Regierung dürfte die „schwarze Null“ wohl nur bei einem deutlichen BIP-Rückgang aufgeben.

EZB: Vom Abschwung eingeholt. Bei der TLTRO-Entscheidung der EZB im März blieben die Details offen, sodass die Zentralbank erforderlichenfalls weitere Impulse geben kann. Unseres Erachtens wird die EZB entsprechende Anreize einbauen, falls in den kommenden Monaten die Abwärtsrisiken nicht verblasen. Der Zeitraum, in dem der Leitzins unverändert bleiben soll, wurde lediglich um drei Monate bis Ende 2019 verlängert. Da sich der Makroausblick eindeutig verschlechtert hat, erwarten wir nunmehr bis Ende 2020 keine Leitzinsanhebung. Allerdings scheint die Bereitschaft gestiegen zu sein, die Belastung der Banken durch den negativen Einlagenzinssatz zu adressieren.



Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

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

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

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

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

	2017	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	1,2	0,0	1,0								
Budgetsaldo, % BIP	1,0	1,7	0,8	0,5								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	63,9	60,9	58,4	56,0								
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



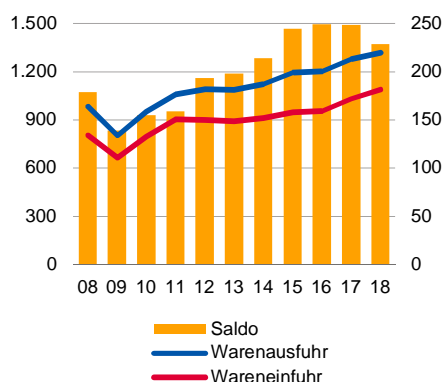
Deutsches Exportwachstum 2019: Nochmals schwächer

- Die deutschen Warenausfuhren nahmen 2018 nominal um 3% zu – trotz der widrigen wirtschafts- und geopolitischen Rahmenbedingungen. 2017 hatte das Plus noch bei 6,2% gelegen. Der Handelsbilanzüberschuss sank zum zweiten Mal in Folge. Sein Anteil am BIP reduzierte sich auf 6,7%, den niedrigsten Wert seit 2011. Besonders starke Impulse gingen dabei – wie schon im Jahr 2017 – von den Ausfuhren nach China und in die Niederlande aus. Deutlich rückläufig waren die Exporte nach UK sowie in die Türkei. Von den großen Industriesektoren trugen die Pharmaindustrie, der Maschinenbau sowie die Elektrotechnik 2018 am stärksten zum deutschen Exportwachstum bei. Diese drei Sektoren erklären mehr als 55% des absoluten Wachstums der Warenausfuhren. Die nominalen Ausfuhren der Automobilindustrie sanken wegen des WLTP-Effekts und der schwächeren globalen Pkw-Nachfrage dagegen um 2,3%.
- Das Wachstum des Welthandels flachte gegen Jahresende 2018 spürbar ab und fiel zum Jahreswechsel 2019 sogar negativ aus. Angesichts der anhaltenden handelspolitischen Irritationen (Handelskonflikt zwischen USA und China, Brexit, Sanktionen gegen Russland oder Iran) ist eine schnelle und vor allem kräftige Erholung wenig wahrscheinlich. Dies trifft eine Exportnation wie Deutschland besonders. Es ist zu erwarten, dass die deutschen Warenausfuhren im 1. Halbjahr 2019 nur wenig zulegen oder gar stagnieren werden. Für das Gesamtjahr 2019 wäre es als Erfolg zu werten, wenn die deutschen Exporte nominal um 2% steigen würden.
- Die strukturelle Schwäche des Welthandels dürfte sich auf absehbare Zeit fortsetzen. Protektionismus ist politisch in vielen Ländern en vogue, sodass der Weg zu mehr Freihandel allenfalls über bilaterale Handelsabkommen führen wird. Hinzu kommt, dass keine Integrationsschübe in Sicht sind, die dem Welthandel überregionale Impulse verleihen könnten. In der ersten Dekade des laufenden Jahrhunderts wurde der Welthandel z.B. noch durch den WTO-Beitritt Chinas oder die EU-Osterweiterung beflügelt.

Moderates Wachstum der Warenausfuhren 2018 – deutscher Handelsbilanzüberschuss sinkt deutlich

Handelsbilanzüberschuss 2018 spürbar gesunken

Warenausfuhr, Wareneinfuhr und Handelsbilanz, Deutschland, EUR Mrd.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die wirtschafts- und geopolitischen Rahmenbedingungen trafen eine Exportnation wie Deutschland 2018 hart. Vor allem von den USA gingen handelspolitische Irritationen aus. Die zähe Brexit-Debatte lastete auf den Wirtschaftsbeziehungen zwischen der EU und UK. Schließlich schwächten sich der Konjunkturzyklus in vielen Ländern und damit auch der Welthandel gegen Jahresende 2018 deutlich ab. Trotz dieses Gegenwinds nahmen die deutschen Warenausfuhren 2018 nominal um 3% zu, wobei die Wachstumsrate zum Jahresende negativ ausfiel; im Jahr 2017 hatte das Plus noch 6,2% betragen.

Die nominalen Warenimporte stiegen 2018 mit einem Plus von 5,7% zum zweiten Mal nacheinander schneller als die Ausfuhren. In der Folge nahm der deutsche Handelsbilanzüberschuss um knapp 8% auf EUR 228 Mrd. ab. Dies entspricht einem Anteil am BIP in Höhe von 6,7%, der niedrigste Wert seit 2011. Von den großen westeuropäischen Volkswirtschaften verzeichnen lediglich die Niederlande einen höheren Überschuss (gemessen als Anteil am BIP). Die Handelsbilanz umfasst auch Rohstoffe wie Erdöl und Erdgas oder landwirtschaftliche Erzeugnisse, wo Deutschland traditionell ein Defizit aufweist. Zieht man nur die Güter des Verarbeitenden Gewerbes heran, fällt der Überschuss noch höher aus (2018: rd. EUR 340 Mrd.).



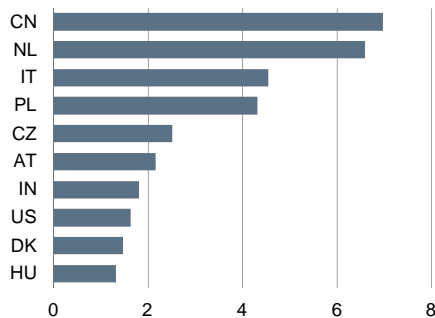
Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

Nachfrage aus China, Niederlande und Italien stützt deutsche Exporte

Deutsche Exporte nach China und in die Niederlande steigen kräftig

2

Zuwachs der deutschen Warenausfuhren nach Ländern, 2018, EUR Mrd.



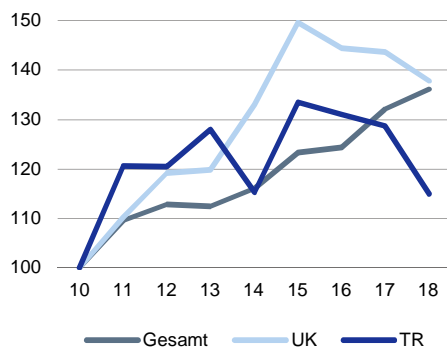
Quelle: Statistisches Bundesamt

Erfreulich entwickelten sich die deutschen Warenausfuhren nach China (2018: nominal +8,1%) sowie in die Niederlande (+7,8%). Im Falle von China machte sich positiv bemerkbar, dass das Land nicht zuletzt wegen seiner „Made in China 2025-Strategie“ darauf setzt, die eigenen Produktionskapazitäten zu modernisieren. Denn gerade die deutschen Hersteller von Investitionsgütern konnten im letzten Jahr ihre Exporte nach China deutlich steigern. Die deutschen Warenausfuhren in die Niederlande profitierten vom kräftigen lokalen Wirtschaftswachstum sowie von den traditionell engen wirtschaftlichen Verflechtungen beider Länder. Deutschland konnte 2018 ferner seine Exporte nach Polen (+7,3%), Italien (+7%) sowie nach Tschechien (+6%) überdurchschnittlich stark steigern. Während bei Polen und Tschechien der starke BIP-Zuwachs die deutschen Exporte dorthin begünstigte, kommt das Plus bei den Ausfuhren nach Italien angesichts der anhaltenden wirtschaftlichen und politischen Probleme des Landes überraschend. Vor allem die Exporte von pharmazeutischen Produkten nach Italien expandierten kräftig (+65,6%). Der Anteil Italiens an den gesamten deutschen Warenausfuhren ist von 4,8% im Jahr 2014 auf zuletzt 5,3% gestiegen.

Deutsche Exporte nach UK und in die Türkei schrumpfen erneut

3

Deutsche Warenausfuhren nach Exportmärkten, 2010=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Politische Probleme schlagen durch: Exporte nach UK und in die Türkei sinken

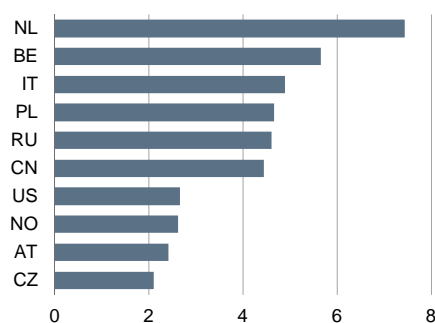
Besonders negativ entwickelten sich 2018 die deutschen Warenausfuhren nach UK (nominal -4%) sowie in die Türkei (-10,7%). In beiden Fällen war es der dritte Rückgang in Folge. Das nach wie vor schwache britische Pfund sowie die deutliche Abwertung der türkischen Lira gegenüber dem Euro haben zu dieser negativen Entwicklung beigetragen. Hinzu kommen in beiden Fällen politische Unsicherheiten (einerseits der Brexit-Beschluss und seine Folgen, andererseits die politischen Spannungen zwischen der EU und der Türkei sowie Vertrauensverluste in Folge der Einmischung der türkischen Regierung in geldpolitische Entscheidungen der Zentralbank). UK lag 2018 „nur noch“ auf Platz 5 der Rangfolge der wichtigsten deutschen Exportmärkte (Anteil: 6,2%). 2015 erreichte UK mit einem Exportanteil von 7,5% noch Platz 3.

Die deutschen Warenausfuhren in die USA (+1,5%), dem wichtigsten deutschen Exportmarkt, sowie Frankreich (-0,4%) veränderten sich im letzten Jahr nur wenig. Insgesamt erweist es sich als vorteilhaft, dass die deutschen Exporte regional recht breit diversifiziert sind. Rückläufige Exporte in Länder mit wirtschaftlichen oder politischen Problemen können dann häufig durch höhere Ausfuhren in andere Staaten ausgeglichen werden.

Deutsche Importe aus den Niederlanden legen kräftig zu

4

Zuwachs der deutschen Wareneinfuhren nach Ländern, 2018, EUR Mrd.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutschland ist auch ein bedeutender Warenimporteur und erhöhte 2018 seine Einfuhren aus allen großen Volkswirtschaften

Ein Blick auf die Wareneinfuhren des Jahres 2018 zeigt, dass Deutschland nicht nur eine Exportnation, sondern im internationalen Vergleich auch ein wichtiger Importeur ist. Seine Warenimporte übersteigen z.B. jene von Frankreich um 90%. Deutschland hat 2018 von keinem der wichtigen Handelspartner weniger Waren aufgenommen als im Jahr zuvor. Besonders kräftig nahmen die Einfuhren aus Russland (nominal +14,7%), aus Polen (+9,2%), Italien (+8,9%) sowie den Niederlanden (+8,2%) zu. Im Falle von Polen war es der achte Anstieg in Folge. Das Land liegt inzwischen auf Platz 6 der wichtigsten Herkunftsländer für deutsche Wareneinfuhren: 2018 entfielen 5,1% aller deutschen Importe von Gütern aus Polen; 2009 waren es erst 3,3%. Deutschland bezieht damit mehr Waren aus Polen als aus der Schweiz, Österreich, UK oder aus Russland.

Die deutschen Warenimporte aus Frankreich (+1,4%) und der Schweiz (+0,4%) legten 2018 unterdurchschnittlich stark zu. Die deutschen Einfuhren aus China

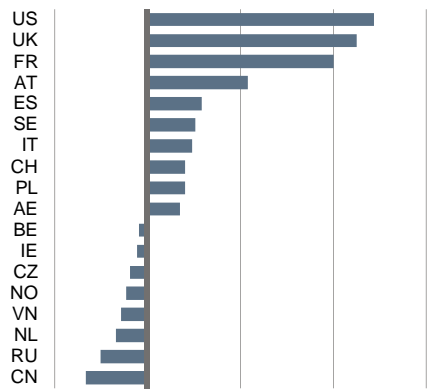


Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

Hohe Handelsbilanzüberschüsse gegenüber den USA und UK

5

Deutscher Handelsbilanzsaldo mit ausgewählten Ländern, 2018, EUR Mrd.



Quelle: Statistisches Bundesamt

(+4,4%) und den USA (+4,3%) stiegen moderat. China behauptet zum vierten Mal in Folge seine Position als wichtigstes Herkunftsland für deutsche Warenimporte.

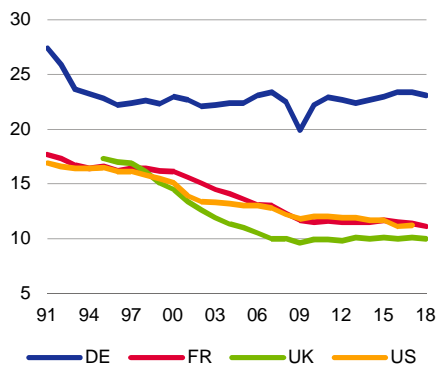
Unterschiedliche Bedeutung der Industrie erklärt besonders große deutsche Handelsbilanzüberschüsse gegenüber USA, UK und Frankreich

Gegenüber drei Ländern verzeichnet Deutschland nach wie vor einen besonders großen Handelsbilanzüberschuss: Im Handel mit den USA erzielte Deutschland 2018 einen Überschuss in Höhe von EUR 49 Mrd. Gegenüber UK lag er bei EUR 45 Mrd. Im Falle von Frankreich beträgt das Plus etwa EUR 40 Mrd. Auf diese drei Länder entfallen damit rd. 59% des gesamten deutschen Überschusses im internationalen Warenhandel. Auffällig ist, dass alle drei Länder einen sehr geringen und tendenziell sinkenden Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamtwirtschaftlichen Bruttowertschöpfung haben. Sie sind daher bei bestimmten industriellen Gütern offenkundig auf Importe angewiesen. Deutschland ist dank seiner Stärke bei hochwertigen traditionellen Investitionsgütern und dank seiner effizienten Produktionsprozesse dabei ein wettbewerbsfähiger Lieferant. Die deutschen Handelsbilanzüberschüsse mit den betreffenden Staaten sind also primär die Folge millionenfacher Entscheidungen gewerblicher und privater Wirtschaftsakteure und nicht durch politisch forcierte Wettbewerbsverzerrungen zu erklären.

Hoher Industrieanteil in Deutschland

6

Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamten Bruttowertschöpfung, %



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Eurostat

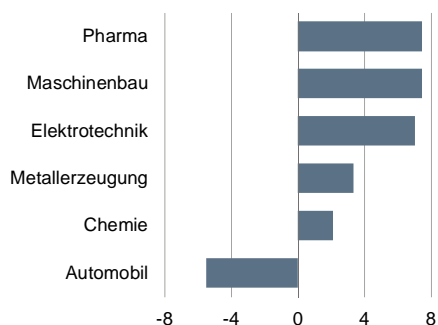
Forschungsintensive Branchen sorgen für Exportplus: Pharmaindustrie, Maschinenbau und Elektrotechnik

Auf sektoraler Ebene haben im letzten Jahr vor allem die Pharmaindustrie, der Maschinenbau sowie die Elektrotechnik zum Wachstum der deutschen Warenausfuhren beigetragen. Diese drei forschungsintensiven Sektoren erklären mehr als 55% des absoluten Wachstums der Warenausfuhren. Die Pharmaindustrie steigerte ihre Exporte um nominal knapp 10%; dies entspricht einem absoluten Zuwachs um knapp EUR 7,5 Mrd. Besonders ins Auge fällt dabei – wie bereits erwähnt – das Plus bei den Ausfuhren nach Italien um knapp zwei Drittel. Damit konnten die erneuten Einbrüche der Pharmaexporte nach UK (2018: -18,4%) überkompensiert werden. Das UK-Geschäft der deutschen Pharmaindustrie schrumpfte seit 2015 um 42%. 2015 gingen noch gut 10% aller Ausfuhren der deutschen Pharmabranche nach UK. Im letzten Jahr waren es lediglich knapp 5%. Die Abwertung des britischen Pfunds nach dem Brexit-Beschluss hat die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exporteure gegenüber der Konkurrenz aus UK geschmälert. Bei vielen Präparaten können britische Konsumenten auf heimische Anbieter ausweichen.

Starke Exportzuwächse bei Pharma, Maschinenbau und Elektrotechnik

7

Zuwachs der deutschen Warenausfuhren nach Branchen, 2018, EUR Mrd.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Ausfuhren des Maschinenbaus nahmen 2018 nominal um 4% zu. Vor allem die Ausfuhren nach China entwickelten sich erneut positiv (+10,3%). Auch das US-Geschäft legte dank des dort kräftigen Investitions- und Wirtschaftswachstums zu (+6,5%). Innerhalb der EU entwickelten sich vor allem die Maschinenausfuhren nach Polen (+13,3%) sowie in die Niederlande (+7,3%) erfreulich. Rückläufig waren dagegen die Exporte des deutschen Maschinenbaus in die Türkei (-9%), was mit den wirtschaftlichen Problemen des Landes, der Abwertung der türkischen Lira und steigenden Zinsen zu erklären ist.

Ein ähnliches Bild zeigt sich bei der deutschen Elektrotechnik. Sie steigerte ihre Ausfuhren nach China (+9,7%) und einige europäische Länder sehr kräftig (z.B. Tschechien: +8,8%; Niederlande: +7,6%; Italien: +7,5%). Die Exporte in die Türkei schrumpften jedoch um mehr als 15%.

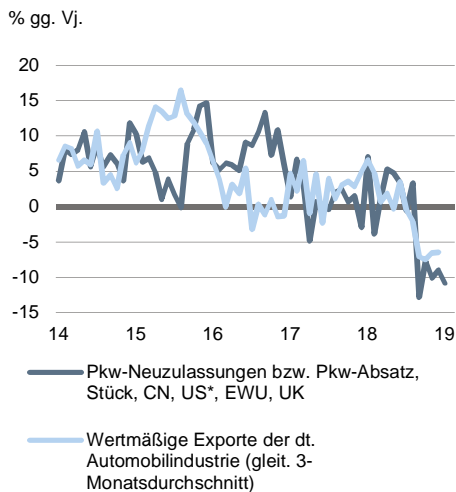


Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

Sinkende Ausfuhren der Automobilindustrie wegen WLTP und schwacher globaler Autonachfrage – Zollsenkung in China wirkt günstig

Schwache weltweite Autonachfrage belastet deutsche Autoexporte

8



* Light vehicles

Quellen: ACEA, Bureau of Economic Analysis, China Information, Statistisches Bundesamt

Die wertmäßigen Ausfuhren der deutschen Automobilindustrie sanken 2018 um 2,3%. Es war der erste Rückgang seit dem Jahr 2013. Ein Grund für diesen Rückgang lag in der Umstellung den neuen Abgastest WLTP, der dazu führte, dass manche Automodelle wegen fehlender Zertifizierung zeitweise nicht mehr produziert und exportiert wurden. Vom WLTP-Effekt waren auch Produktionsstätten in anderen Ländern betroffen, weshalb die Ausfuhren von Kfz-Teilen ebenfalls beeinträchtigt waren. Hinzu kommt, dass die Pkw-Nachfrage in vielen Absatzmärkten gerade gegen Jahresende 2018 sank. Auch dies lastete auf den deutschen Exporten.

Besonders stark sanken die Ausfuhren der deutschen Automobilindustrie im Jahr 2018 nach UK (-9,9%; der dritte Rückgang in Folge), Italien (-7,8%) und nach Belgien (-7,2%). Die Exporte in die USA nahmen um 5% ab, obwohl die deutschen Hersteller ihren Marktanteil in den USA leicht ausbauen konnten. Der US-Markt wird aber zu einem nennenswerten Teil aus lokalen Fertigungsstätten deutscher Hersteller bedient. Dank des überraschend starken Zuwachses der wertmäßigen deutschen Automobilausfuhren nach China (+14,6%) konnte ein noch kräftigerer Rückgang der Exporte des Sektors verhindert werden. Ein Grund für das hohe Exportplus nach China liegt darin, dass China die Zölle auf importierte Autos und Autoteile aus der EU zur Jahresmitte 2018 gesenkt hatte. Zum Jahresende überwog aber der negative Effekt einer schwächeren Pkw-Nachfrage in China.

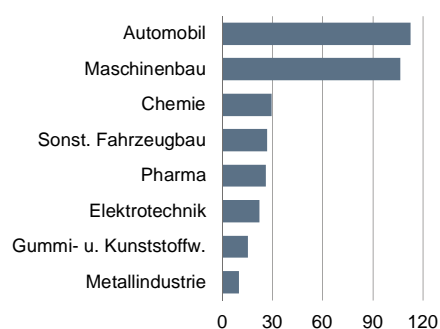
Handelsüberschüsse in klassischen Investitionsgüterindustrien, Chemie und Pharma – Defizite bei Konsumelektronik, Bekleidung, Textilien

Trotz der sinkenden Ausfuhren der deutschen Automobilindustrie weist dieser Sektor nach wie vor den größten Handelsbilanzüberschuss aus: Er lag 2018 bei knapp EUR 113 Mrd. Dies entspricht einem Minus von 5,5% gegenüber 2017. Auf Platz 2 liegt der Maschinenbau mit einem Überschuss im Außenhandel von EUR 106,6 Mrd. (+3%). Der Überschuss allein dieser beiden Sektoren fällt also fast genau hoch aus, wie der gesamte deutsche Handelsbilanzüberschuss, der u.a. auch die energetischen und landwirtschaftlichen Rohstoffe umfasst.

Automobilind. u. Maschinenbau für dt. Handelsbilanzüberschuss maßgeblich

9

Deutscher Handelsbilanzüberschuss nach Branchen, 2018, EUR Mrd.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Mit großem Abstand folgen die Chemieindustrie (EUR 29,5 Mrd.) der sonstige Fahrzeugbau (Flugzeuge, Schiffe, Schienenfahrzeuge; EUR 26,9 Mrd.) sowie die Pharmaindustrie (EUR 26,1 Mrd.). In der Elektrotechnik liegt der Handelsüberschuss „nur“ bei EUR 22,3 Mrd. Deutschland exportiert zwar viele elektrotechnische Investitionsgüter, es importiert aber gleichzeitig auch viele elektronische Konsumgüter sowie Datenverarbeitungsgeräte.

Das größte Defizit mit EUR 14 Mrd. verzeichnet Deutschland in der Bekleidungsindustrie, wo die heimische Produktion keine große Rolle mehr spielt. Zudem importiert Deutschland deutlich mehr verarbeitete Rohölprodukte als es exportiert (Defizit in der Branche Kokerei und Mineralölverarbeitung 2018: EUR 10,8 Mrd.).

Ausblick für 2019: Höhere Handelsdynamik erst im 2. Halbjahr

Das Wachstum des Welthandels flachte gegen Jahresende 2018 spürbar ab und fiel zum Jahreswechsel 2019 sogar negativ aus. Angesichts der anhaltenden handelspolitischen Irritationen (Handelskonflikt zwischen USA und China, Brexit, Sanktionen gegen Russland oder Iran) ist eine schnelle und vor allem kräftige Erholung wenig wahrscheinlich. Wir rechnen damit, dass das globale Wirtschaftswachstum 2019 geringer ausfallen wird als 2018. Ein schwächerer

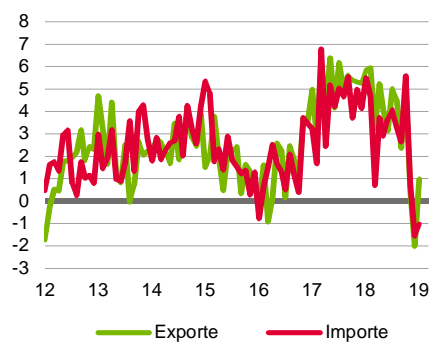


Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

Welthandel schwächt sich ab

10

Realer globaler Güterhandel, % gg. Vj.



Quelle: CPB

Welthandel bzw. ein weniger kräftiges BIP-Wachstum in wichtigen Exportmärkten trafen Deutschland als Exportnation besonders. Regionale Sondereffekte wie der Brexit und seine Folgen, der schwelende Handelskonflikt mit den USA (Zolldrohung), Rezessionsgefahren in Italien, die weitere Entwicklung bei den EU-Sanktionen gegenüber Russland oder ein etwaiges Wiederaufflammen des politischen Konflikts zwischen der EU und der Türkei könnten die deutschen Exportaussichten weiter eintrüben. Wir erwarten, dass die deutschen Warenausfuhren im 1. Halbjahr 2019 nur wenig zulegen oder im Durchschnitt lediglich stagnieren werden. Für das Gesamtjahr 2019 wäre es als Erfolg zu werten, wenn die deutschen Exporte nominal um 2% steigen würden.

2019 wird für Investitionsgüterexporteure ein schwieriges Jahr

In sektoraler Sicht dürften die deutschen Hersteller von Investitionsgütern vor einem schwierigen Jahr stehen. Denn die geringere Investitionstätigkeit, die wir vor allem für das 1. Halbjahr 2019 in vielen Absatzmärkten erwarten, schmälert die globale Nachfrage nach solchen Erzeugnissen. Hinzu kommt, dass der handelsgewichtete Euro am aktuellen Rand relativ stark notiert, obwohl er in den letzten Monaten etwas nachgegeben hat. Wirkliche Impulse von der Wechselkursseite, die aus einer deutlichen Abwertung des Euro resultieren würden, sind jedenfalls unwahrscheinlich.

Für die Automobilindustrie kommt erschwerend hinzu, dass die Pkw-Nachfrage in wichtigen Automärkten 2019 leicht sinken oder bestenfalls stagnieren (USA, EWU, UK) dürfte bzw. nur moderat wachsen (China) wird. Eine Nachfragebelebung ist erst für das 2. Halbjahr 2019 wahrscheinlich. Von statistischer Seite dürfte es sich immerhin positiv auswirken, dass der WLTP-Effekt die Vergleichsbasis im 2. Halbjahr 2018 nach unten gezogen hat, sodass die Veränderungsraten im 2. Halbjahr 2019 wieder in den positiven Bereich drehen könnten.

Strukturelle Schwäche des Welthandels dürfte vorerst anhalten

Die strukturelle Schwäche des Welthandels dürfte sich auf absehbare Zeit fortsetzen. Protektionismus ist politisch in vielen Ländern en vogue, sodass der Weg zu mehr Freihandel allenfalls über bilaterale Handelsabkommen führen wird. Hinzu kommt, dass keine Integrationsschübe in Sicht sind, die dem Welthandel überregionale Impulse verleihen könnten. In der ersten Dekade des laufenden Jahrhunderts wurde der Welthandel z.B. noch durch den WTO-Beitritt Chinas oder die EU-Osterweiterung beflügelt (siehe hierzu auch den weiteren Beitrag in dieser Ausgabe von Ausblick Deutschland). Ein solches Ereignis könnte eine schnelle Lösung des Handelskonflikts mit einem Abbau von Zöllen und Handelshemmnissen zwischen den USA und China sein. Gleichzeitig ist die Drohung der USA, die Zölle auf Automobilimporte aus der EU deutlich anzuhähen, nicht vom Tisch. Angesichts der wechselhaften Aussagen der US-Administration in diesen Handelsfragen fällt eine Prognose besonders schwer.

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

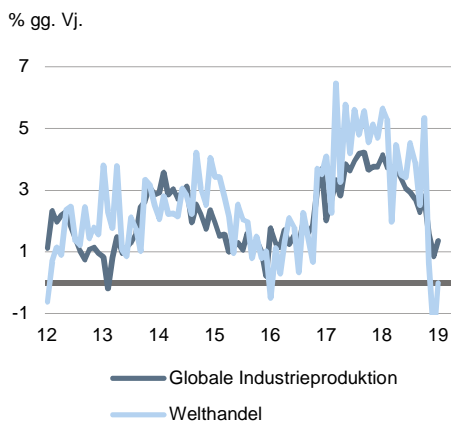
Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)



Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

Welthandel und Industrieproduktion im Gleichschritt nach unten

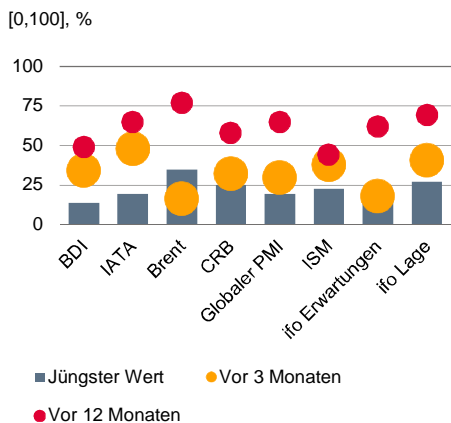
1



Quellen: CPB, Deutsche Bank Research

Perzentile von Vorlaufindikatoren für Welthandel

2



Abkürzungen: BDI = Baltic Dry Index, IATA = Passagiere Luftverkehr, Brent = Rohölpreis, CRB = Rohstoffpreise, PMI = Purchasing Manager Indices, ISM = Institute for Supply Management (US Verarb. Gewerbe)

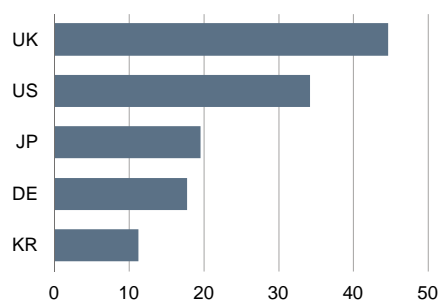
Lesebeispiel: Der jüngste Wert zu den ifo Erwartungen entspricht 14,2% seines langfristigen Durchschnitts.

Quellen: Diverse, Deutsche Bank Research

Hoher Anteil der Dienstleistungen an gesamten Exporten in UK und US

3

Anteil der Dienstleistungsexporte an gesamten Exporten in ausgewählten Ländern, 2018, %



Quellen: Nationale Behörden, IWF, OECD

Welthandel wächst 2019 nur um 1 ½% - 2%

- Im Verlauf des Jahres 2018 verlor der Welthandel an Schwung, zum Jahresende lag er sogar unter Vorjahresniveau.
- Aufgrund des Handelsstreits zwischen China und den USA und der Unsicherheit bezüglich des Brexit dürfte der Welthandel im Jahr 2019 eher unterdurchschnittlich wachsen. Wir erwarten, dass die Unsicherheit im Laufe des Jahres etwas nachlassen wird, sodass der Welthandel in der zweiten Jahreshälfte 2019 an Schwung gewinnen könnte. Der globale Warenverkehr (CPB) dürfte dann um 1 ½% und der globale Güter- und Dienstleistungshandel (IWF) um 2% zulegen.
- Trotz einer sich wohl weiter verlangsamenden Weltkonjunktur aber dank nachlassender Risiken, könnte der globale Warenverkehr 2020 um 2,5% und der globale Güter- und Dienstleistungshandel um 3% steigen.

Im Anschluss an die US-Präsidentenwahl im Jahr 2016 erlebte der Welthandel einen zyklischen Aufschwung. Dieser wurde im Jahr 2018 mit der Neuausrichtung der US-Handelspolitik abgewürgt. Die Wachstumsrate des realen globalen Güterhandels nahm zunächst auf fast 7% gg. Vj. im März 2017 zu, den höchsten Wert seit 2011. Gegen Ende 2018 sackte das Wachstum kräftig ab, und schließlich schrumpfte der Güterhandel um 1% im Dezember 2018, wobei die Flaute mit einer zunehmenden Abschwächung der globalen Industrieproduktion einherging. Aufgrund des andauernden US-chinesischen Handelsstreits und einer weiterhin möglichen Ausweitung auf Europa (angedrohte Autozölle), aber genauso wegen der politischen Risiken in Europa (Brexit plus europäische Uneinigkeit über den künftigen Europakurs), bleibt der Ausblick sowohl für Handel als auch Produktion trübe. Damit dürfte die deutsche Industrie vorerst noch in der Rezession verharren. Insbesondere dürfte der Güterhandel im 1. Halbjahr 2019 deutlich unterdurchschnittlich wachsen (Durchschnitt der Jahre 2012 bis 2018: rd. 2 ½% pro Jahr). Wenngleich auf den schwachen Dezemberwert (-1% gg. Vj.) bereits eine leichte Gegenbewegung im Januar folgte (Stagnation gg. Vj.), beeinflusst der Wachstumsunterhang in Höhe von 1,3%-Punkten aus dem Jahr 2018 die Prognose für das Jahr 2019 negativ. Ohne spürbare Erholung droht im Jahr 2019 aufgrund dieses Unterhangs sogar eine Rezession des Güterhandels. Dies wäre die erste Kontraktion seit der Finanzkrise.

Geringe Handelsdynamik im 1. Halbjahr

Grafik 2 gibt eine Übersicht über die Entwicklung wesentlicher Indikatoren des Welthandels über die letzten 12 Monate. Angesichts schwacher vorlaufender Indikatoren, beispielsweise des globalen PMI und der Erwartungskomponente des ifo-Geschäftsklimaindex, dürfte sich der Welthandel im 1. Halbjahr 2019 schwach entwickeln. Zudem sind sowohl die Verhandlungen über die künftigen Handelsbeziehungen zwischen den USA und China als auch die Brexit-Debatte zwischen Großbritannien und der EU äußerst komplex. Der einzige Indikator, der sich in den letzten drei Monaten deutlich erholte, war der Rohölpreis (Brent). Dies ist aber sowohl eine Folge der OPEC-Förderdisziplin als auch der Sanktionen gegenüber Venezuela und Iran. Daher ist zumindest aus dieser partiellen Sichtweise eine Wachstumsdelle des Welthandels wie im Jahr 2016, als die Rohölpreise zwischenzeitlich unter USD 30 pro Barrel fielen (schwächere Nachfrage), unwahrscheinlicher geworden.

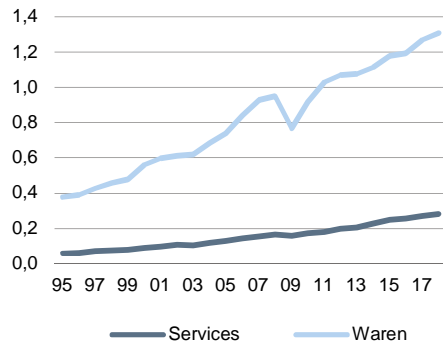


Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

Warenausfuhren deutlich bedeutender als Dienstleistungsexporte

4

Deutsche Ausfuhren, EUR Bill.

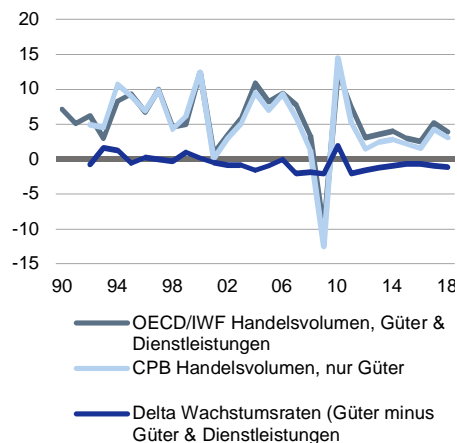


Quelle: Statistisches Bundesamt

Welthandel: Güter vs. Güter & Dienstleistungen

5

% gg. Vj.

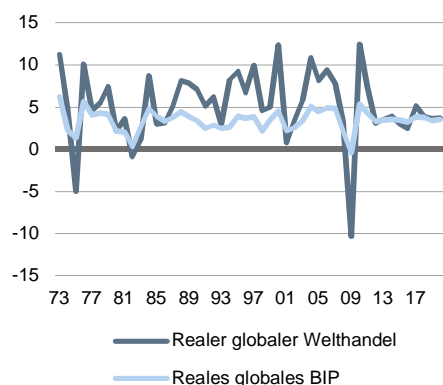


Quellen: OECD, IWF, Deutsche Bank Research

Welthandel kein Outperformer mehr

6

% gg. Vj.



Quellen: IWF, OECD

Handel mit Dienstleistungen wächst strukturell stärker als Warenhandel

Der Umsatz im globalen Warenverkehr übertrifft den internationalen Handel mit Dienstleistungen immer noch deutlich, allerdings sind beide eng verknüpft. Denn die Nachfrage nach Dienstleistungen im Bereich Forschung und Entwicklung, im Großhandel, in der Logistik wie in vielen anderen unternehmensnahen Dienstleistungen hängt mehr oder weniger eng mit der Nachfrage nach Gütern zusammen bzw. wird von Industrieunternehmen getrieben, die Güter produzieren. Erst in der jüngeren Vergangenheit, womöglich durch die zunehmende Bedeutung der Digitalisierung, wachsen die Dienstleistungsexporte kräftiger als die Warenströme. Die Neuausrichtung der US-Handelspolitik, die zumindest im Jahr 2018 vor allem den Güterhandel bremste, könnte diese Entwicklung verstärken. Hinzu kommt, dass für klassische Industrieunternehmen die Bedeutung von Dienstleistungen rund um das Bedienen und Warten von Infrastrukturgütern und Maschinen stetig wichtiger wird. Aufgrund des in absoluter Betrachtung deutlich höheren Umsatzes des Warenverkehrs bleibt dieser aber sowohl für die deutsche als auch die globale Wirtschaft der wichtigere Konjunkturmotor.

Deutschland: Warenausfuhren fast fünfmal so groß wie Dienstleistungsexporte, aber höheres Wachstum bei Dienstleistungen

Aufgrund der großen Bedeutung der Industrie übertrafen die deutschen Warenexporte im Jahr 2018 die Ausfuhren von Dienstleistungen um mehr als 360%. In den USA, wo Dienstleistungen traditionell eine größere Rolle spielen, lagen die Güterexporte im letzten Jahr „nur“ um 93% über den Ausfuhren von Services. Besonders gering (24%) fällt der Abstand in UK mit seinem Fokus auf den Finanzsektor aus. Deutlich dominieren dagegen die Güterexporte in Japan und Korea, die wie Deutschland einen hohen Industrieanteil aufweisen. Sie überstiegen die Dienstleistungsexporte 2018 um knapp 310% bzw. um mehr als 680%.

Von 1995 bis 2018 sind die deutschen Dienstleistungsexporte nominal um 486% gestiegen, während die Warenausfuhren um 346% zunahmen. In der Folge ist der Anteil der Dienstleistungsexporte an den gesamten Ausfuhren von 13,3% (1995) auf 17,8% im letzten Jahr gestiegen. Dieser Trend dürfte sich in den nächsten Jahren fortsetzen, zumal die deutsche Industrie Produktionskapazitäten im Ausland aufbaut, aber hochwertige dienstleistungsnahe Sparten (F&E, After-Sales-Service) eher in Deutschland verbleiben dürften.

Realer Handel legt 2019 und 2020 nur um 2% bzw. 3% zu

Das politische Umfeld und die Vorlaufindikatoren lassen 2019 und womöglich darüber hinaus ein gedämpftes Welthandelwachstum erwarten. Von Mitte der 1980er Jahre bis zur globalen Wirtschafts- und Finanzkrise 2008/09 ist der Welthandel fast doppelt so stark gewachsen wie das globale BIP, d.h. die Elastizität betrug 2. Dieser hohe Wert ist auch auf Integrationsschübe, wie die EU-Erweiterungen und die Einführung des EU-Binnenmarkts, den Fall des Eisernen Vorhangs, die Schaffung der WTO und den Eintritt Chinas in die WTO zurückzuführen. Dadurch wurden Wertschöpfungsketten zunehmend globaler, was die Nachfrage nach Investitions-, aber auch Konsumgütern stimulierte. Seit der Wirtschafts- und Finanzkrise hat dagegen die Zahl protektionistischer Maßnahmen kräftig zugelegt, die Elastizität ist daher auf 1 gesunken (langfristiger Durchschnitt: 1,5).

2019 dürfte die Elastizität sogar unter 1 sinken, es sei denn, die USA und China können sich schnell auf ein liberales Handelsregime mit deutlich niedrigeren Zöllen einigen. Ansonsten dürfte die Elastizität des Wachstums des Welthandels wohl auch 2020 eher unterdurchschnittlich ausfallen. Wir erwarten für die Jahre

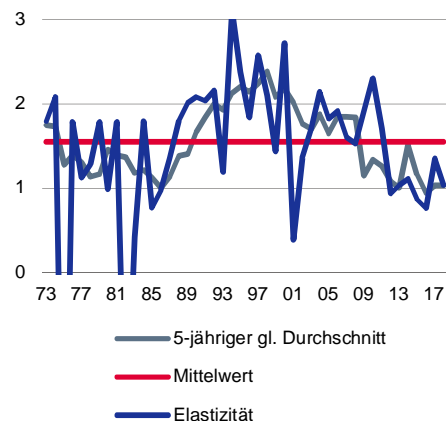


Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

Welthandelselastizität relativ zu
globalem BIP-Wachstum

7

Verhältnis



2019 und 2020 ein Plus des Welt-BIP von real 3,4% und 3,5%. Für den globalen Warenverkehr (CPB) rechnen wir mit einem Zuwachs von 1,5% und für den globalen Güter- und Dienstleistungshandel (IWF) von 2%. In 2020 könnte der globale Warenverkehr um 2,5% der globale Güter- und Dienstleistungshandel um 3% zunehmen und läge damit immer noch knapp unter dem globalen BIP-Anstieg. Aufgrund der global niedrigen Inflationsraten dürften die nominalen Wachstumsraten des Welthandels nur marginal höher ausfallen.

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

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

Quellen: CPB, OECD, Deutsche Bank Research



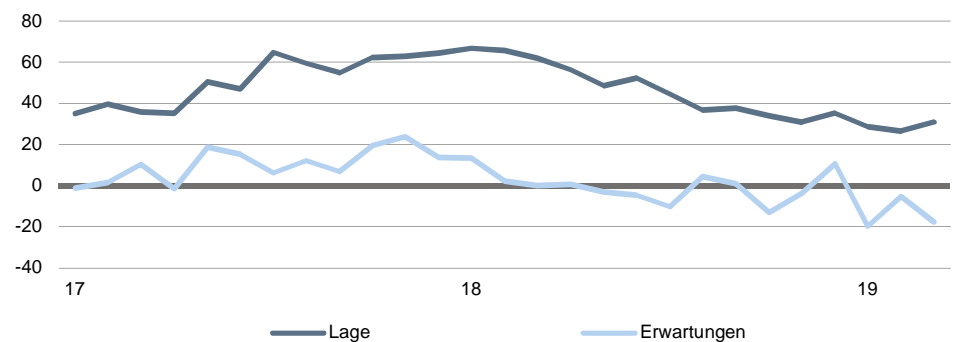
Update Automobilindustrie

Die Automobilindustrie ist die Schlüsselbranche der deutschen Wirtschaft. Ihre Entwicklung dürfte ausschlaggebend dafür sein, ob die deutsche Industrie ihre Rezession, in die sie im 2. Halbjahr 2018 gerutscht ist, im 1. Halbjahr 2019 überwindet oder noch weiter abrutscht. Derzeit bewältigt die Branche den WLTP-induzierten Einbruch von H2 2018, sieht sich aber gleichzeitig mit einer deutlich abgeschwächten globalen Nachfrage konfrontiert. Trotz eines Rücksetzers im Januar deuten Produktion und Auftragseingang – insbesondere aus dem Inland – auf eine Stabilisierung hin, die sich auch in einer optimistischeren Einschätzung der aktuellen Geschäftslage sowie der aktuellen Produktionstätigkeit (ifo, Märzdaten) zeigt. Allerdings haben sich in der ifo-Umfrage die Geschäfts- und Produktionserwartungen, vor allem die Exporterwartungen sowie die Einschätzung der Fertigwarenlager, zuletzt wieder deutlich eingetrübt.

ifo Geschäftsklima

1

Automobilindustrie in Deutschland, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen (%)



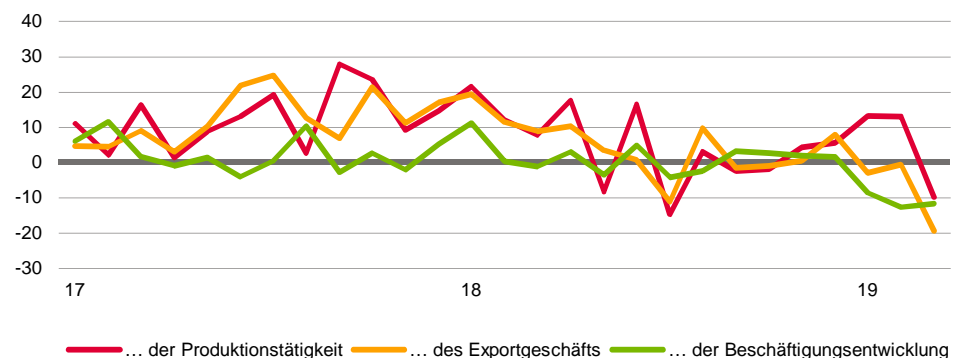
Quelle: ifo

Grafik 1: Seit Jahresbeginn liegen die Geschäftserwartungen der deutschen Automobilindustrie im negativen Bereich. Hierfür ist u.a. die schwächere globale Autonachfrage maßgeblich. Dagegen schätzen die Unternehmen ihre aktuelle Lage derzeit wieder deutlich günstiger ein. Das dürfte auch am hohen Auftragsbestand in der Branche liegen. Allerdings deutet die jüngste ifo-Umfrage darauf hin, dass der Auftragsbestand in Kürze schrumpfen dürfte.

ifo-Erwartungen hinsichtlich ...

2

Automobilindustrie in Deutschland, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen (%)



Quelle: ifo



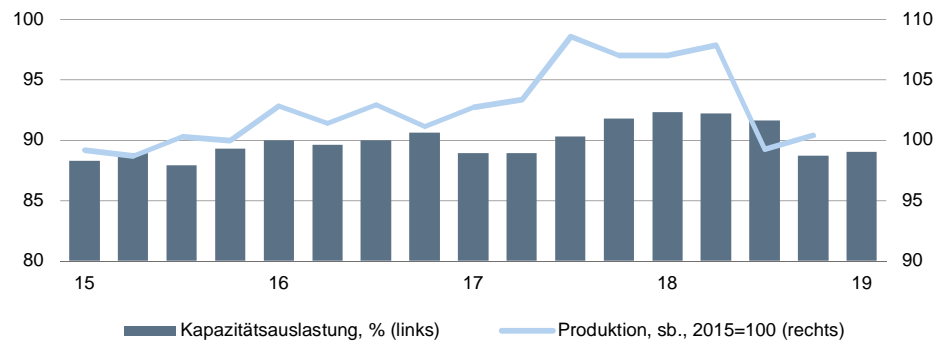
Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

Grafik 2: Die pessimistische Erwartungshaltung der Branche spiegelt sich auch in den Unterkomponenten des ifo-Konjunkturtests wider. Gerade die Exporterwartungen gaben zuletzt deutlich nach, was angesichts der schwächeren Auto-konjunktur und handelspolitischer Irritationen (Brexit, drohende US-Zölle) nicht verwunderlich ist. Der Beschäftigungsaufbau der letzten Jahre dürfte sich 2019 nicht fortsetzen.

Produktion und Kapazitätsauslastung

3

Automobilindustrie in Deutschland



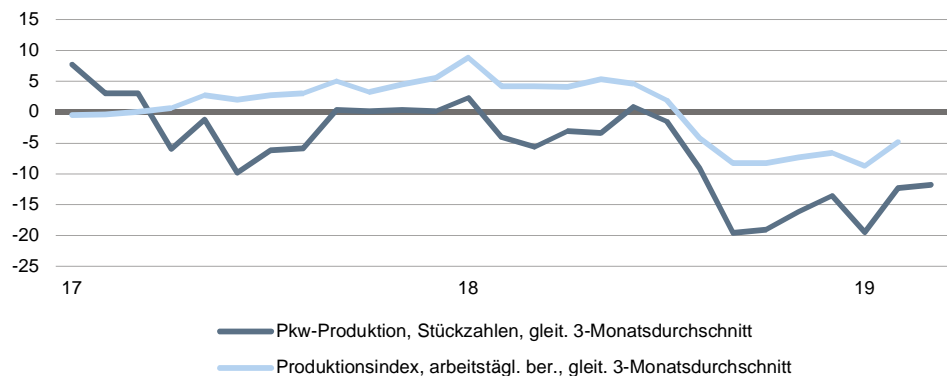
Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

Grafik 3: Die Kapazitätsauslastung in der deutschen Automobilindustrie lag zum Jahreswechsel 2018/19 deutlich unter dem Niveau der ersten drei Quartale von 2018, aber noch immer über dem langjährigen Mittelwert. Der leichte Anstieg der Kapazitätsauslastung zu Beginn des Jahres deutet darauf hin, dass der Tiefpunkt bei der inländischen Produktion im 1. Quartal 2019 erreicht sein könnte. Das 2. Quartal dürfte aber noch schwach bleiben.

Automobilproduktion

4

Automobilindustrie in Deutschland, % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, VDA

Grafik 4: Die stückzahlmäßige Pkw-Produktion in Deutschland lag im 1. Quartal 2019 deutlich unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Das Ergebnis im März (-14% gg. Vj.) enttäuschte besonders. Das Minus wird beim Produktionsindex, der auch qualitative Komponenten umfasst (z.B. bessere Ausstattung der Fahrzeuge), weniger kräftig ausfallen. Allerdings ging die Produktion im Januar laut Bundesamt um 4,3% gg. Vm. zurück – trotz der jüngsten Aufwärtsrevision (Feb.: +1,9% gg. Vm.) Im 2. Halbjahr 2019 dürften im Vorjahresvergleich wieder positive Wachstumsraten erzielt werden, weil die Vergleichsbasis im 2. Halbjahr 2018 durch den WLTP-Effekt nach unten gezogen wurde.

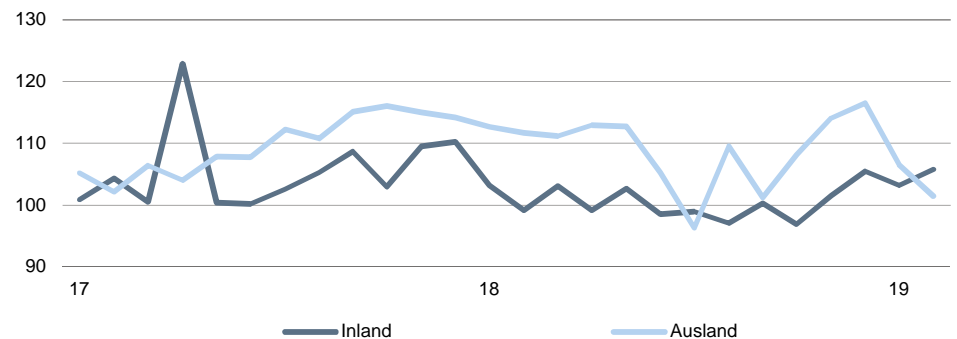


Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

Auftrageingang, sb.

5

Automobilindustrie in Deutschland, 2015=100



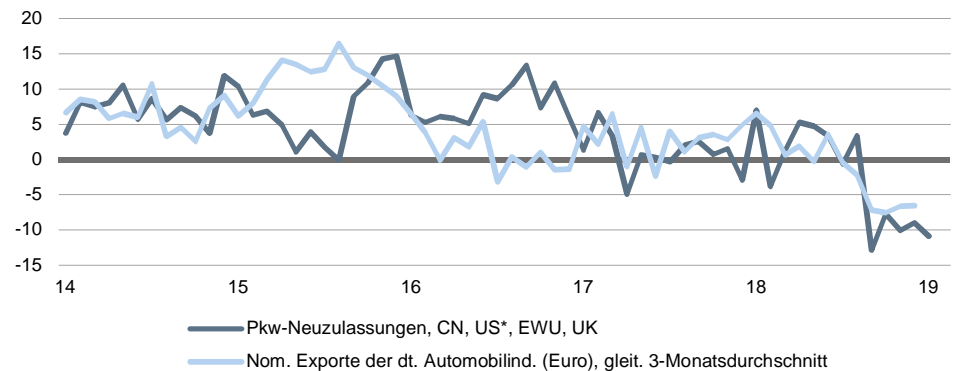
Quelle: Statistisches Bundesamt

Grafik 5: Die Auftragseingänge aus dem Inland entwickelten sich in den letzten Monaten relativ erfreulich. Dagegen verzeichneten die Auslandsaufträge zuletzt zwei kräftige Rückgänge in Folge (Jan.: -8,6% gg. Vm.; Feb.: -4,8%). Die Pkw-Neuzulassungen tendierten im 1. Quartal 2019 seitwärts auf hohem Niveau. Bei den Auslandsbestellungen ist ab dem 2. Halbjahr wieder mit einer höheren Dynamik zu rechnen.

Globale Autonachfrage und Exporte der deutschen Automobilindustrie

6

% gg. Vj.



* Light vehicles

Quellen: ACEA, Bureau of Economic Analysis, China Automotive Information, Statistisches Bundesamt

Grafik 6: Die schwache Autonachfrage in wichtigen deutschen Exportmärkten zum Jahresende 2018 hatte rückläufige Ausfuhren der deutschen Automobilindustrie zur Folge. Im Durchschnitt des gesamten 1. Halbjahrs 2019 dürften die Exporte gg. Vj. sinken.

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

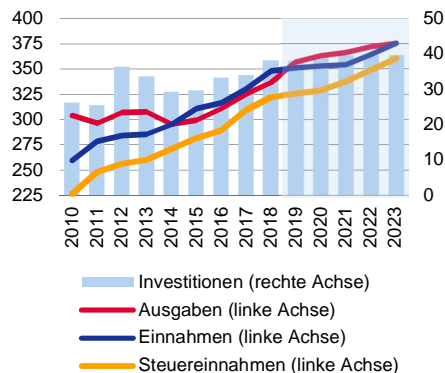


Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

Finanzplan bis 2023: Die Bundesausgaben übersteigen die Einnahmen

1

Bundeshaushalt (Kernhaushalt), EUR Mrd.



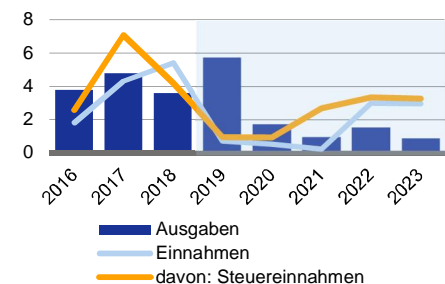
Ausgaben: Ohne Zuführungen an Rücklagen.
Einnahmen: Ohne Entnahmen aus Rücklagen.

Quellen: BMF, Deutsche Bank Research

Das Wachstum der Steuereinnahmen schwächt sich 2019/20 deutlich ab

2

Bundeshaushalt (Kernhaushalt), % gg. Vj.



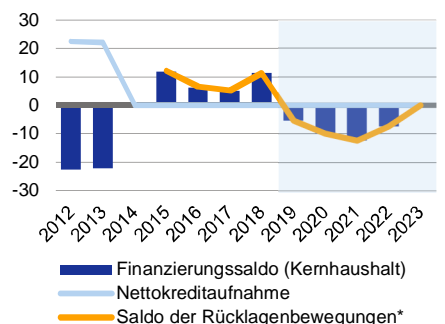
Ausgaben: Ohne Zuführungen an Rücklagen.
Einnahmen: Ohne Entnahmen aus Rücklagen.

Quellen: BMF, Deutsche Bank Research

Die Bundesregierung rechnet mit dauerhaften Defiziten bis mindestens 2022

3

EUR Mrd.



* nur Flüchtlingsrücklage

Quellen: BMF, Deutsche Bank Research

Staatsfinanzen: Kein Konjunkturpaket! Groko hält an „schwarzer Null“ fest, gelockert wird trotzdem

Trotz Konjunkturdelle: Groko will keine neuen Schulden machen

Das Bundeskabinett hat beschlossen, dass der Haushalt trotz des Wachstumseinbruchs bei den Steuereinnahmen auch künftig ohne die Aufnahme neuer Schulden auskommen soll (Nettokreditaufnahme von Null). Diese im Koalitionsvertrag vereinbarte „schwarze Null“ setzt in einem Wirtschaftsabschwung engere Grenzen für die Finanzpolitik als die Schuldenregel des Grundgesetzes. Denn Erstere erfordert, dass konjunkturell bedingte Finanzlücken über Einsparungen geschlossen werden müssen, wenn ein Defizit droht. Dagegen stellt die rechtlich bindende „Schuldenbremse“ auf die strukturelle Nettokreditaufnahme ab, erlaubt damit aber eine zyklisch bedingte Verschlechterung des Haushaltes¹. Die „schwarze Null“ kann bis 2023 jedoch nur bei vollständigem Rückgriff auf die „Flüchtlingsrücklage“ gehalten werden. Denn die schwache Konjunktur und die expansiven Ausgabenpläne des Koalitionsvertrages dürften in 2019 bis 22 zu großen Finanzierungsdefiziten führen – und dies trotz der von der EZB erneut verschobenen Zinswende und vermutlich weiter sinkender staatlicher Zinsausgaben. Die geplanten prioritären Maßnahmen, die die Einnahmen über moderate Steuererleichterungen (z.B. den Ausgleich für die kalte Progression) und die Ausgabenseite kräftig über Mehrausgaben (insbesondere beim Sozialbudget) belasten, lassen grüßen.

„Schwarze Null“ nur durch Rückgriff auf frühere Kreditermächtigungen zu halten

Dank eines „Haushaltstricks“ kann der Bund die „schwarze Null“ trotz Lockerung der Fiskalpolitik und steigender Haushaltsdefizite halten. Denn er verfügt über noch nicht ausgenutzte Kreditermächtigungen früherer Haushaltsjahre zur Bewältigung der Flüchtlingskrise von rund EUR 35,2 Mrd. (ca. 1% des BIP). Diese „Flüchtlingsrücklage“ sollte bis 2022 aufgebraucht werden.

Dadurch kann der Bund zwar *pro forma* – d.h. in haushaltsrechtlicher Betrachtung – weiterhin die „schwarze Null“ wahren und behaupten, keine neuen Schulden aufzunehmen. *De facto* wirkt die Auflösung der Flüchtlingsrücklage schulden erhöhend. Bedenklich ist aus Transparenz- und Stabilitätsgesichtspunkten, dass eine strukturelle – d.h. dauerhafte – Verschlechterung des Bundeshaushaltes durch temporäre Reserven finanziert wird. Dies haben wir bereits früher kritisiert (siehe Ausblick Deutschland vom 4. Oktober 2018).

Und nochmal: Braucht Deutschland Konjunkturlösungen?

Zuletzt wurde wieder intensiver über die Notwendigkeit staatlicher Konjunkturlösungen zur Stimulierung der schwächelnden deutschen Konjunktur debattiert. Dabei ist auch die „Schuldenbremse“, die seit jeher von Ökonomen und Politikern aus dem linken Lager kritisiert wird, nunmehr auch vereinzelt bei eher konservativen Beobachtern ins Gerede gekommen (Stichwort: „Investitionsbremse“).

¹ Die Schuldenbremse setzt an der strukturellen Nettokreditaufnahme an, also der um konjunkturelle Einflüsse und Einmal- bzw. Sondereffekte bereinigten Nettokreditaufnahme. Diese darf die Obergrenze von 0,35% des BIP des bei Haushaltsaufstellung vorangegangenen Jahres nicht übersteigen. Sie lässt damit in konjunkturellen Abschwungphasen eine Verschlechterung der zyklischen Haushaltsposition und damit das Wirken automatischer Stabilisatoren explizit zu.

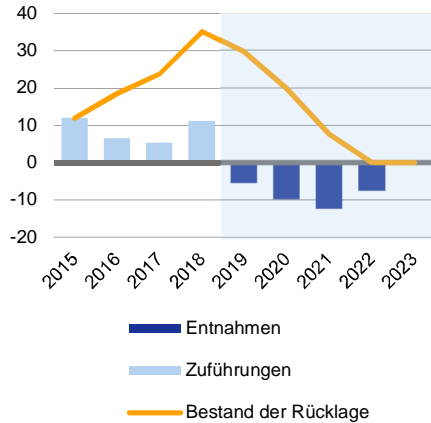


Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

Die „Flüchtlingsrücklage“ dürfte 2022 nach Regierungsplänen vollständig aufgebraucht sein

4

EUR Mrd.

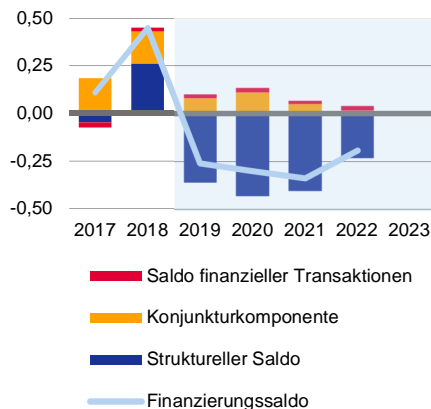


Quellen: BMF, Deutsche Bank Research

Bundshaushalt (Kernhaushalt und relevante Extrahaushalte) 2019/20

5

% BIP



Berechnungen auf Basis des Haushaltsgesetzes 2019, des Eckwertbeschlusses für den Bundshaushalt 2020, des Bundesfinanzberichts 2019 und der aktuellen Produktionslückenschätzung des BMF.

Quellen: BMF, Deutsche Bank Research

Das Narrativ der Befürworter staatlicher Konjunkturlösungen lautet, dass die öffentlichen Finanzen Deutschlands im Gegensatz zu den meisten anderen europäischen Staaten sehr geordnet sind und die zweifelsfrei vorhandenen Spielräume für eine antizyklische Fiskalpolitik nur noch ausgeschöpft werden müssten². Da die Renditen auf deutsche Schuldtitel auf unabsehbare Zeit extrem niedrig bleiben dürften und zudem deutlich unterhalb der BIP-Wachstumsrate liegen, sind zusätzliche Staatsschulden unbedenklich und können – sofern sie für wachstumsfördernde Ausgaben (Bildung, Infrastrukturinvestitionen) eingesetzt werden – geradezu lohnend sein³.

Nein – und das „große“ Konjunkturpaket wird auch nicht kommen!

Wir haben uns bereits kritisch zur Sinnhaftigkeit etwaiger Konjunkturstützungsmaßnahmen geäußert und die Ansicht vertreten, dass die Auflegung eines „großen“ Konjunkturpakets derzeit aus konjunktureller Sicht nicht geboten erscheint – zumal die Bundesregierung die fiskalischen Zügel ohnehin schon deutlich gelockert hat. Noch mehr staatliche Investitionen (z.B. in die Verkehrsinfrastruktur) würden angesichts bereits stark ausgelasteter Produktionskapazitäten in der Bauwirtschaft zumindest teilweise in Form höherer Preise „verpuffen“ (siehe Ausblick Deutschland Februar 2019). Ferner dürften noch höhere Sozialausgaben das BIP-Wachstum wohl kaum nachhaltig anschieben, sondern eher wachstumshemmend sein. Die Bundesregierung hat sich nunmehr – auch entgegen einiger Kritiker aus der SPD⁴ – mit ihrem Bekenntnis zur „schwarzen Null“ gegen ein „großes“ Konjunkturpaket entschieden. Finanzminister Scholz bekräftigte zuletzt nochmals den Sparwillen der Regierung zur Einhaltung der „schwarzen Null“⁵.

Trotz „schwarzer Null“ werden die Zügel gelockert

Trotz des geäußerten „Sparwillens“ des Finanzministers (hinsichtlich des Sparvolumens siehe auch Ausblick Deutschland vom März 2019), lässt die Bundesregierung im Trend schon seit 2015 die finanzpolitischen Zügel schleifen. So dürfte sich der strukturelle Finanzierungssaldo des Bundes (unter Verwendung der Produktionslückenschätzung des BMF) allein 2019 um mehr als EUR 20 Mrd. oder ½ Prozentpunkt vom BIP verschlechtern. Auf gesamtstaatlicher Ebene (Bund, Länder, Gemeinden und Sozialversicherungsträger) dürfte der Finanzierungsüberschuss von 1,7% des BIP 2018 auf „nur“ noch 0,8% 2019 und 0,5% 2020 abschmelzen und überwiegend strukturell bedingt sein⁶. Jüngste Berechnungen des Frühjahresgutachtens der Wirtschaftsforschungsinstitute⁷ deuten darauf hin, dass der gesamtstaatliche Fiskalimpuls im Umfang von rund EUR 23 Mrd. für 2019 (0,7% des BIP) und EUR 14 Mrd. für 2020 (0,3%) die

² Laut Bundesbank-Daten ist die gesamtstaatliche Schuldenquote zum Jahresende 2018 auf EUR 2,063 Billionen gesunken und liegt mit 60,9% des BIP nunmehr in Reichweite der Maastricht-Obergrenze von 60% (z. Vgl. 2017: 63,9%). Der Finanzierungsüberschuss stieg das vierte Jahr in Folge und erreichte mit EUR 58 Mrd. (1,7% des BIP) ein Rekordhoch seit der Wiedervereinigung.

³ Bei einem negativen Zins-Wachstumsdifferenzial kann der Staat sogar ein Primärdefizit (Haushaltsdefizit vor Zinsausgaben) ausweisen, ohne dass die Staatsschuldenquote notwendigerweise ansteigt. Denn sofern das Primärdefizit niedriger ausfällt als das Produkt aus Wachstums-Zinsdifferenz und Staatsschuldenquote nimmt die Schuldenquote (in Prozent des BIP) dennoch ab.

⁴ Der Spiegel berichtete kürzlich über eine vermeintliche „Revolte gegen die Null“ in der SPD-Fraktion (siehe Ausgabe Nr. 13 vom 23.3.2019). Konkret würden einige SPD-Abgeordnete auch dafür plädieren, die Schuldenbremse zu reformieren, damit der Bund mehr investieren kann.

⁵ Scholz sagte in einem FAZ-Zeitungsinterview (vom 27. März 2019), dass stabile Finanzen die beste Vorbereitung sind, um in einer neuen Krise mit aller Kraft gegenhalten zu können, und wir jetzt in einer Zeit leben, in der wir das Geld zusammenhalten müssen.

⁶ Unserer Prognose nach dürfte der strukturelle Finanzierungsüberschuss (bei einer nahezu geschlossenen Produktionslücke) von 1,4% des BIP 2018 auf 0,9% 2019 und 0,5% 2020 reduzieren.

⁷ Siehe Gemeinschaftsdiagnose 1/2019 vom 4. April 2019.

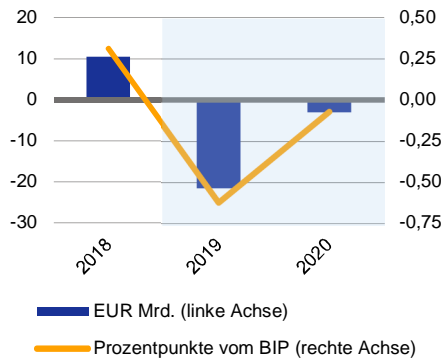


Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

Bundeshaushalt 2019/20: Die Zeichen stehen trotz „schwarzer Null“ auf Expansion

6

Veränderung des strukturellen Finanzierungssaldos des Bundes* gg. Vj.



* Bereinigt um konjunkturelle Einflüsse und Einmal- und Sondereffekte. Kernhaushalt einschließlich relevanter Extrahaushalte.

Quellen: BMF, Deutsche Bank Research

Konjunktur erheblich stützen dürfte. Ferner folgern sie, dass derzeit keine weiteren diskretionären Maßnahmen zur Konjunkturstützung erforderlich sind.

Expansiver Fiskalkurs ist keine Reaktion auf die Konjunkturertrübung, sondern eine Folge längst beschlossener Maßnahmen

Der Lockerungskurs der Regierung ist im Wesentlichen Folge der bereits beschlossenen prioritären Maßnahmen des Koalitionsvertrages (z.B. Baukindergeld, die Ausweitung von „Mütterrenten“, der Ausgleich für die kalte Progression oder die Investitionen in die digitale Infrastruktur). Zusätzlich zu den obigen expansiven Maßnahmen wirken die automatischen Stabilisatoren glättend auf den Konjunkturverlauf – wengleich dieser Effekt bei nach wie vor robustem Arbeitsmarkt eher gering sein dürfte. Auch wenn Steuererleichterungen (wie z.B. ein schneller vollständiger Abbau des Solidaritätszuschlages) aus struktureller Sicht zur Stärkung der Leistungsanreize und des Wachstumspotenzials sinnvoll erscheinen, sind sie aus konjunktureller Sicht nicht nötig. Angesichts der zunehmend stärker zutage tretenden fiskalischen Prioritäten der Groko-Partner dürften bei kaum mehr vorhandenen Spielräumen Formelkompromisse wie in früheren Jahren nicht mehr möglich sein. Dazu bedürfte es wohl eines Konjunkturertrübs mit klar schrumpfendem BIP und deutlicher Spuren am Arbeitsmarkt, der dann zur offiziellen Beerdigung der schwarzen Null führen würde.

Unserer Einschätzung nach dürfte die Bundesregierung nur im Falle eines deutlichen BIP-Rückgangs ein großes Konjunkturprogramm auf den Weg bringen, das dann wohl – wie das 2009/10 infolge der großen Finanz- und Wirtschaftskrise aufgelegte Paket – aus einem Bündel an Maßnahmen⁸ bestehen dürfte. Damals reagierte die Bundesregierung nur zögerlich auf die Rezession, steuerte jedoch letzten Endes mit einem großen Stimuluspaket gegen. Nach Berechnungen des Sachverständigenrates belief sich der fiskalische Impuls auf insgesamt EUR 85 Mrd. (bzw. ca. 3,3% des BIP von 2010), verteilt auf zwei Jahre, und hat einen noch größeren Wachstumsrückgang verhindert.

Europa sollte sich nicht nur keine übertriebene Hoffnungen auf ein großes deutsches Konjunkturpaket machen (es würde freilich nur bei einer großen Krise kommen), sondern auch die daraus entstehenden positiven „Spillover“-Effekte auf den Rest der Eurozone realistisch einschätzen. Eine Analyse des IWF aus dem Jahr 2012 kam nämlich zu dem Ergebnis, dass ein auf zwei Jahre angelegter Fiskalimpuls in Deutschland im Umfang von jeweils 1% des deutschen BIP das Wachstum in den restlichen Eurozonen-Ländern um lediglich 0,2% erhöhen würde – und dies nur, sofern der Stimulus überwiegend in Form höherer Investitionen stattfände (etwas, dass vor allem bei der hohen Kapazitätsauslastung im deutschen Bausektor derzeit nicht realistisch wäre).

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

⁸ Die Regierung gewährte damals u.a. umfangreiche Steuererleichterungen (z.B. über die Senkung des Eingangsteuersatzes und einer Erhöhung des Grundfreibetrages), die die Steuerzahler insgesamt in Höhe von mehr als EUR 8 Mrd. 2009 und EUR 10 Mrd. 2010 entlasteten. Ebenso wurden die Ausgaben stark ausgeweitet. Alleine für Infrastrukturmaßnahmen stiegen diese um EUR 19 Mrd., auf zwei Jahre verteilt. Der Unternehmenssektor wurde z.B. durch befristete Steuerrechtsänderungen wie der Wiedereinführung der degressiven Abschreibung begrenzt auf die Jahre 2009/10 gefördert. Um den privaten Verbrauch zu stimulieren, wurde eine „Umweltprämie“ für PKW im Jahr 2009 aufgelegt („Abwrackprämie“), die sich auf EUR 5 Mrd. (bzw. 0,2% des BIP für 2009) summierte. Ferner subventionierte die Regierung die Unternehmen in großem Umfang durch die Auszahlung von Kurzarbeitergeld, welches von EUR 0,4 Mrd. 2008 auf EUR knapp EUR 4 Mrd. 2009 anstieg. Dabei wurden den Unternehmen die Sozialbeiträge vollständig erlassen, sofern die Kurzarbeit länger als sechs Monate andauerte oder mit Qualifizierungsmaßnahmen der Arbeitnehmer einherging. Zuletzt wurde 2010 zur Senkung der Lohnnebenkosten der Beitragssatz der Arbeitslosenversicherung von 6,5% vom Bruttoarbeitsentgelt auf 2,8% spürbar gesenkt. Siehe u.a. IWF Artikel IV-Berichte (März 2010 und Juli 2011) sowie das Jahresgutachten 2009/10 des Sachverständigenrates.



EZB: Vom Abschwung eingeholt

- Wir hatten angenommen, dass die EZB frühestens im April eine TLTRO-Entscheidung treffen würde. Tatsächlich jedoch kündigte sie bereits jetzt Maßnahmen an, deren Umfang allerdings nur dem Allernötigsten entspricht. Bestehende TLTRO-Kreditlinien können um zwei Jahre verlängert werden. Die Ausgestaltung der TLTRO3 ist dagegen im Detail noch offen, sodass die Zentralbank erforderlichenfalls weitere Impulse geben kann. Unseres Erachtens wird die EZB entsprechende Anreize einbauen, falls in den kommenden Monaten die Abwärtsrisiken nicht verblassen.
- Die TLTRO-Entscheidung stellt derzeit das wichtigste Thema in der Geldpolitik dar. Der Zeitraum, in dem der Leitzins unverändert bleiben soll, wurde lediglich um drei Monate bis Ende 2019, nicht jedoch um sechs Monate verlängert. Da sich der Makroausblick eindeutig verschlechtert hat, ist eine Zinsanhebung bereits Anfang 2020 wohl recht unwahrscheinlich. Wir erwarten nunmehr bis Ende 2020 keine Leitzinsanhebung. Allerdings scheint nun die Bereitschaft innerhalb der EZB gestiegen zu sein, die Belastung der Banken durch den negativen Einlagenzinssatz zu adressieren.

Makroausblick trübt sich deutlich ein. Die EZB hat ihre BIP-Wachstumsprognose für 2019 um 0,6%-Punkte von 1,7% auf 1,1% gesenkt. Diese Erwartung liegt deutlich unter der geschätzten Trendrate; wir hatten mit einer Abwärtskorrektur der Prognose auf 1,3% gerechnet. Die Prognose für 2020 wurde lediglich um 0,1%-Punkt auf 1,6% zurückgenommen. Dies erscheint vergleichsweise moderat und ist wahrscheinlich zu optimistisch. Dennoch hat die EZB die Erwartungen für die Entwicklung der Kernrate des HVPI um 0,2%-Punkte nach unten verschoben, sodass jetzt für das Ende des Prognosezeitraums (2021) eine Inflationsrate von 1,6% statt 1,8% angesetzt wird (wir hatten lediglich mit einer Verringerung um 0,1%-Punkt auf 1,7% gerechnet). Kurz, die EZB geht davon aus, dass die Normalisierung der Inflationsrate mehr Zeit in Anspruch nehmen wird. Noch im Juni 2018, d.h. zu dem Zeitpunkt, als die EZB die Einstellung der Nettokäufe von Vermögenswerten ankündigte, erwartete die Zentralbank für das Ende des Prognosezeitraums eine Inflationsrate von 1,9%.

Die EZB hat unverzüglich reagiert. Wir hatten jüngste Äußerungen von EZB-Vertretern so interpretiert, dass frühestens im April eine Entscheidung getroffen werden würde. Offensichtlich haben wir uns geirrt. Die EZB hat folgende Maßnahmen angekündigt: Erstens wird eine TLTRO3 bereitgestellt, d.h. eine Reihe von TLTROs mit zweijähriger Laufzeit, mit deren Hilfe die Laufzeit der TLTRO2-Engagements verlängert werden kann. Zweitens wurde der Zeitraum, während dessen die Zinsen unverändert bleiben sollen, leicht verlängert; die Forward guidance wurde von „über den Sommer“ auf „bis Ende 2019“ geändert. Drittens ergibt sich aus der neuen Forward guidance ein späterer Beginn des Zinsanhebungszyklus und damit auch der Verringerung der Reinvestitionsvolumina. Viertens wurde der Zeitraum, in dem eine vollständige Zuteilung zu fixen Zinssätzen erfolgt, verlängert und entspricht jetzt dem Zeitrahmen für die TLTRO3-Tender.

Schutz des Übertragungsmechanismus für die Geldpolitik. Da man derzeit nur schwer beurteilen kann, ob es sich um eine vorübergehende und eine länger anhaltende wirtschaftliche Schwächephase handelt, sollte die EZB sich möglichst viel Spielraum belassen. Die Geldpolitik sollte deshalb darauf abzielen, weiterhin die Konjunktur zu stimulieren. Zudem sollte sie sicherstellen, dass sich ein vorübergehender Konjunkturschock nicht verfestigt, weil die Bedingungen im Bankensystem oder an den Kreditmärkten restriktiver werden. Das Paket, insbesondere die TLTRO3, soll einen „Stau“ bei der Bankenfinanzierung auflösen. Draghi sagte, dies beziehe sich nicht nur auf die TLTRO2-Fälligkeiten, sondern



Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

auch auf das Laufzeitprofil für Bankanleihen und eine Reihe regulatorischer Anforderungen. Ohne eine Lösung dieses Problems hätte es zu Auswirkungen auf die Erholung kommen können.

TLTRO3 – Details entscheidend? Nach unserem Dafürhalten war zumindest eine Verlängerung der TLTRO2 erforderlich. Und genau dies hat die EZB auch getan. Ab September 2019 werden bis März 2021, d.h. bis zur Fälligkeit der letzten TLTRO2-Tranche, sieben aufeinander folgende TLTRO-Tender mit zwei Jahren Laufzeit erfolgen. Die Banken können wie bei der TLTRO2 bis zu 30% des TLTRO-fähigen Kreditvolumens in Anspruch nehmen. Also können die Banken praktisch die Laufzeit ihres bisherigen TLTRO-Volumens im Rahmen der neuen Fazilität verlängern. Allerdings hat die Äußerungen, dass die Verzinsung wohl als ein Spread zum MRO festgelegt werden dürfte, den Markt zunächst verstimmt. Erst im Nachgang stellte die EZB klar, dass ein derartiger Spread durchaus – wie beim TLTRO 2 – unter bestimmten Voraussetzungen negativ sein kann und damit wieder bei bis zu -0,4% liegen könnte.

Ob das TLTRO3 lediglich zur Verlängerung der TLTRO2-Liquidität dient oder ob die Banken tatsächlich ihre Liquidität ausbauen, hängt von der bisher unbekannt Anreizstruktur ab. Die EZB plant „eingebaute Anreize“, damit die Banken die Kreditvergabebedingungen weiterhin günstig gestalten. Diese Einzelheiten sollen jedoch erst „zu gegebener Zeit“ veröffentlicht werden. Möglicherweise gehört auch die Zinsgestaltung für die TLTRO3 dazu. Draghi hat bei der Pressekonferenz mehrfach darauf hingewiesen, dass die Zinsen zu gegebener Zeit bekannt gegeben werden sollen. Dies wirkte beinahe so, als solle nach der Indizierung auf der Grundlage des Hauptrefinanzierungsgeschäfts noch etwas anderes kommen. Der Begriff „zu gegebener Zeit“ wurde nicht definiert. Die EZB scheint bei der Pressekonferenz gerade das Nötigste geliefert zu haben. Die genaue Ausgestaltung der Anreize hängt jedoch davon ab, wie sich die wirtschaftliche Lage bis zum ersten TLTRO3-Tender im September entwickelt. Wir gehen davon aus, dass die Einzelheiten in den kommenden Sitzungen festgeklopft werden. Draghi äußerte sich jedoch nicht zum Zeitplan.

Die TLTRO1-Anreize waren eher als ‚Peitsche‘ anzusehen: Die Banken mussten die Mittel vorzeitig zurückzahlen, wenn sie die Kreditvergabeziele nicht erfüllten. Die TLTRO2 dagegen setzte auf ‚Zuckerbrot‘ und verbilligte die Liquidität für die Banken, wenn diese bestimmte Schwellenwerte für die Kreditvergabe übertrafen. Die TLTRO3-Anreize dürften ebenfalls eher als ‚Zuckerbrot‘ gestaltet werden, um eine etwaige Stigmatisierung zu vermeiden und die Banken zu einer verstärkten Nutzung der Fazilität zu veranlassen. Insgesamt dürften sie jedenfalls nicht restriktiver sein als für eine 2j. LTRO ohne Auflagen.

EZB entscheidet nach Datenlage; Abwärtsrisiken bleiben bestehen. Draghi sagte, das angekündigte Maßnahmenpaket hänge von der Datenlage ab; die BIP-Wachstumsprognosen für 2019 wurden deutlich nach unten korrigiert. Die EZB sei „sehr offen“ für weitere Maßnahmen und werde gegebenenfalls auf alle Instrumente zurückgreifen. Außerdem wies er auf einen ungewöhnlichen Umstand hin, nämlich die Tatsache, dass die EZB auch nach den neuen Maßnahmen nicht wie sonst üblich davon ausgehe, dass die Risiken wieder ausgeglichen seien. Die jüngsten Maßnahmen sollten die Widerstandsfähigkeit des Euroraums verbessern, könnten aber nicht allen Risiken entgegenwirken, z.B. nicht der anhaltenden politischen Unsicherheit. Anscheinend ist die EZB in Alarmbereitschaft; wahrscheinlich ist mit weiteren Lockerungen in Form der eingebauten Anreize zu rechnen, sofern sich die Abwärtsrisiken nicht in den kommenden Monaten auflösen.

Die Grenzen der Geldpolitik? Die Ankündigungen entsprachen zwar in etwa unserem Basisszenario, in dem wir mit einer TLTRO gerechnet hatten, die vor allem eine Verlängerung des bestehenden Engagements, nicht jedoch unbedingt



Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

neue Liquiditätsspritzen ermöglichen würde. Im Vergleich zu Draghis taubenhaften Äußerungen bei der Pressekonferenz und angesichts der Tatsache, dass die Abwärtsrisiken weiterhin überwiegen, erschien der Umfang der Maßnahmen jedoch relativ gering. Draghi sagte zwar, die EZB sei zum Einsatz aller Instrumente bereit, und darüber hinaus ist die Ausgestaltung der eingebauten Anreize für die TLTRO3 noch nicht klar. Wenn die Geldpolitik jedoch bereits locker ist, stellt sich durchaus die Frage, inwieweit eine weitere Lockerung zusätzliche Wirkungen haben kann. Die EZB wird ihre Geldpolitik bei einer Eintrübung des Ausblicks weiter lockern. Allerdings fragt es sich, ob fiskalpolitische Maßnahmen nicht der bessere Weg wären. Doch die fiskalische Tragfähigkeit darf nicht darunter leiden, sodass solche Maßnahmen nur in einer begrenzten Anzahl von Ländern infrage kommen. Draghi wies darauf hin, dass Länder mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen in einer besseren Ausgangsposition seien, ihre Fiskalpolitik zu lockern.

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

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



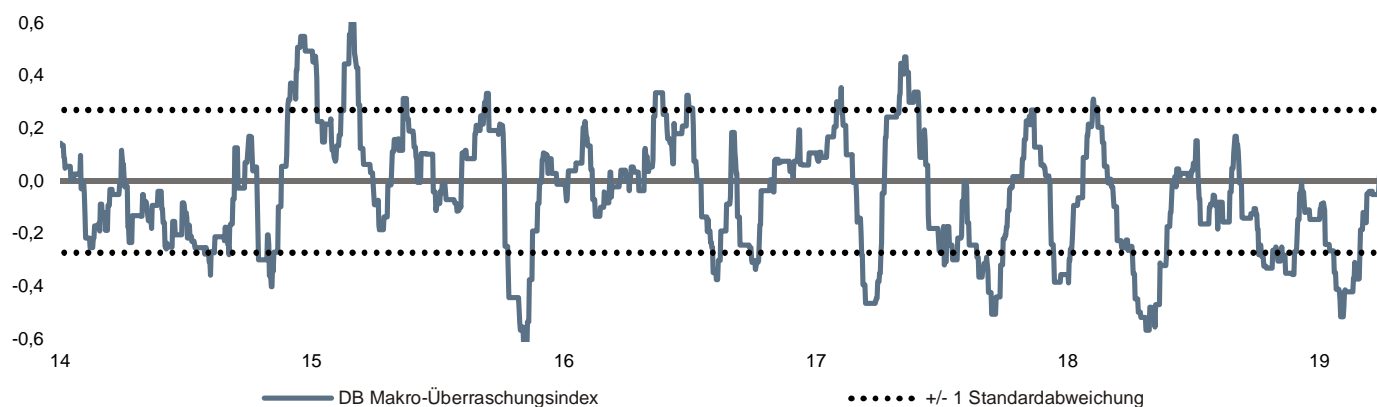
Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

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
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	2 2019	01/03/2019	-20,0	-5,0	15,0	0,0	0,7
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	2 2019	01/03/2019	47,6	47,6	0,0	0,0	0,5
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	2 2019	05/03/2019	55,3	55,1	0,2	0,3	0,7
GRIORTMM Index	Auftrageingänge (% gg. Vm.)	1 2019	08/03/2019	-2,1	0,5	-2,6	-1,3	0,1
GRBTEXMM Index	Exporte (% gg. Vm.)	1 2019	11/03/2019	0,1	-0,5	0,6	0,3	0,6
GRBTIMMM Index	Importe (% gg. Vm.)	1 2019	11/03/2019	1,4	-0,1	1,5	0,6	0,8
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	1 2019	11/03/2019	18,3	18,0	0,3	-0,2	0,4
GRTBALE Index	Handelsbilanz (EUR Mrd.)	1 2019	11/03/2019	14,6	15,2	-0,6	-0,4	0,4
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	1 2019	11/03/2019	0,0	0,5	-0,5	-0,3	0,3
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	2 2019	14/03/2019	1,5	1,6	-0,1	-0,2	0,3
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	3 2019	19/03/2019	11,1	13,0	-1,9	-0,4	0,3
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	3 2019	19/03/2019	-3,6	-11,0	7,4	1,0	0,8
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	3 2019	28/03/2019	1,3	1,3	0,0	0,4	0,4
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	3 2019	29/03/2019	-7,0	-10,0	-3,0	-0,3	0,3
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	2 2019	29/03/2019	1,6	1,7	-0,1	0,3	0,6
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	2 2019	29/03/2019	0,9	-1,0	1,9	1,7	1,0
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	3 2019	01/04/2019	44,1	44,7	-0,6	-0,7	0,1
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	3 2019	03/04/2019	55,4	54,9	0,5	0,6	0,8
GRIORTMM Index	Auftrageingänge (% gg. Vm.)	2 2019	04/04/2019	-4,2	0,3	-4,5	-2,2	0,0
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	2 2019	05/04/2019	0,7	0,5	0,2	0,3	0,6

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.



Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
08.04.2019	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Februar	18,3	18,6
08.04.2019	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Februar	-0,2	0,1
08.04.2019	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Februar	0,1	1,4
23.04.2019	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	April	45,5	44,1
23.04.2019	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	April	55,2	55,4
24.04.2019	10:00	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	April	100,0	99,6
30.04.2019	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	April	4,9	4,9
30.04.2019	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	April	1,4	1,4
02.05.2019	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	März	0,2	0,9
07.05.2019	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	März	2,0	-4,2
08.05.2019	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	März	0,0	-0,2

*Ist. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

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

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



Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

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	1,00	1,50	0,17	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	2,375	-0,10	0,00	1,00	-0,75	-0,25	0,05	1,00	1,50	0,25	2,00
Dec-19	2,375	-0,10	0,00	1,00	-0,50	0,00	0,20	1,25	1,50	0,25	2,00

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	2,60	0,05	-0,31	0,83
Jun-19	2,63	0,05	-0,33	1,00
Sep-19	2,63	0,05	-0,30	1,13
Dec-19	2,73	0,05	-0,30	1,13

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,50	-0,04	-0,01	1,09
Jun-19	2,45	0,05	0,20	1,65
Sep-19	2,40	0,05	0,35	1,70
Dec-19	2,40	0,05	0,40	1,73

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,12	111,77	0,85	1,32	1,12	10,40	7,46	9,63	4,29	319,81	25,70
Jun-19	1,16	110,00	0,84	1,38	1,13	10,60		9,70	4,35	318,00	25,60
Sep-19	1,18	107,50	0,83	1,42	1,14	10,70		9,65	4,35	320,00	25,45
Dec-19	1,20	105,00	0,82	1,46	1,15	10,80	7,46	9,60	4,35	322,00	25,30

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



Export und Autos bremsen die Konjunktur aus

Deutschland: Datenmonitor

	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Okt 2018	Nov 2018	Dez 2018	Jan 2019	Feb 2019	Mrz 2019
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	104,1	102,6	103,3	102,1	99,3	102,9	102,3	101,1	99,5	98,7	99,6
ifo Geschäftserwartungen	100,8	98,8	100,0	98,6	94,8	99,7	98,8	97,3	94,8	94,0	95,6
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	107,9	105,2	104,6	101,7	97,8	102,6	101,9	100,6	98,9	97,8	96,7
Produktion (% gg. Vp.)	0,1	0,3	-1,6	-1,1		-0,5	-1,5	1,0	-0,4	-0,2	
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-1,8	-1,3	-1,0	0,5		0,1	-0,7	1,0	-2,1	-4,2	
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		-2,0	-0,9	-1,4	-1,0	13,4	
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	0,7	-5,2	0,7	11,3		0,4	6,1	13,2			
ifo Bauhauptgewerbe	110,4	111,6	116,5	116,8	111,3	118,0	116,3	116,1	111,6	110,6	111,8
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,7	-1,1	-1,5	-1,5	-2,2	-1,1	-1,1	-2,3	-2,3	-2,2	-2,0
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-0,7	1,8	-0,6	0,6		0,7	1,6	-3,0	2,8	0,9	
	4,0	1,9	1,2	-8,1	0,2	-7,4	-9,9	-6,7	-1,4	2,7	-0,5
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-1,4	-1,1	-2,2	0,9		2,6	-3,2	1,5	-2,6	-6,0	
Exporte (% gg. Vp.)	-0,4	1,0	-0,2	0,9		0,7	-0,1	1,6	0,1	-1,3	
Importe (% gg. Vp.)	0,5	2,1	2,3	-0,1		0,9	-1,3	0,6	1,4	-1,6	
Nettoexporte (EUR Mrd.)	61,9	59,6	52,7	56,1		17,6	18,7	19,9	18,6	18,7	
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	5,4	5,2	5,2	5,0	5,0	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	4,9
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-67,7	-39,3	-36,3	-45,0	-34,3	-11,0	-16,0	-14,0	-4,0	-20,0	-7,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,4	1,3	1,2	1,1		1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	
ifo Beschäftigungsbarometer	104,9	103,9	104,8	104,2	102,5	104,8	103,7	104,1	103,0	102,9	101,6
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	1,5	2,0	2,2	2,2	1,6	2,6	2,2	1,7	1,7	1,7	1,4
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,4	1,3	1,4	1,4	1,5	1,8	1,1	1,2	1,8	1,6	1,0
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	2,0	2,6									
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-12,4	2,6	-0,5	-0,3	1,5	1,5	-0,1	-2,2	-2,3	2,9	3,7
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	66,9	74,5	75,1	68,0		81,0	64,7	56,5	59,4	64,0	66,1
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	16,4	17,3	21,4	21,5	19,0	21,5	21,2	21,9	20,1	19,1	17,7
EC Unternehmensumfrage	15,0	13,8	15,8	17,6	14,4	14,4	17,3	21,1	18,9	13,0	11,4
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		4,5	4,4	4,5	4,0	4,4	
Trend von M3*						3,8	4,0	4,3	4,5	4,3	4,3
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	4,3	4,3	4,3	3,9		4,1	3,8	3,9	3,7	0,0	
Kredite an öffentliche Haushalte	-20,0	-7,0	-2,7	-6,3		-6,7	-6,4	-6,3	-9,0		

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

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



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

- „ Export und Autos bremsen die Konjunktur aus 8. April 2019
- „ 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

© 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