



Ausblick Deutschland

Solides Wachstum, aber Probleme bei Export und Bau

5. April 2016

Autoren

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

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

Heiko Peters
+49 69 910-21548
heiko.peters@db.com

Oliver Rakau
+49 69 910-31875
oliver.rakau@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
Ralf Hoffmann

Originalveröffentlichung in englischer Sprache:
1. April 2016

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Prognosetabellen	2
BIP: 4 Jahre stabil bei 1 ½% Wachstum, wirklich?	3
Ende der goldenen Zeit für Ölstaaten dämpft auch 2016 das deutsche Exportwachstum	5
Wohnbau: Politik trägt nur allmählich zum Abbau des Nachfrageüberhangs bei	10
EZB legt sich ins Zeug – Wirkung beschränkt	16
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland	18
Eventkalender	19
Datenkalender	20
Finanzmarktprognosen	21
Datenmonitor	22

BIP: 4 Jahre stabil bei 1 ½% Wachstum, wirklich? Befürchtungen über eine drohende Konjunkturschwächung sind abgeklungen. Wie erwartet haben sich die Stimmungsindikatoren im März stabilisiert, nachdem ihr Einbruch zu Jahresbeginn Rezessionsängste geweckt hatte. Gemäß unseren und Konsensus-Erwartungen wird Deutschland voraussichtlich 4 Jahre (2014-2017) ein BIP-Wachstum über der Potentialrate und innerhalb einer extrem engen Bandbreite von 1,5% bis 1,7% verzeichnen. Falls doch eine Konjunkturwende ansteht, scheint eine Abwärtsbewegung wahrscheinlicher als eine Beschleunigung.

Ende der goldenen Zeit für Ölstaaten dämpft auch 2016 das deutsche Exportwachstum. Der tiefe Ölpreiseinbruch setzt die Wirtschaft der Ölproduzenten unter erheblichen Druck, und der derzeit hohe Angebotsüberhang spricht auch 2016 für niedrige Ölpreise. Der Gesamteffekt niedriger Ölpreise für die deutsche Konjunktur ist zwar positiv, aber die deutschen Exporte in die Ölstaaten stehen weiter unter Druck. Der Ausblick auf das Jahr 2016 verspricht nur wenig Besserung. Um die Auswirkungen auf die deutschen Exporte abzuschätzen, haben wir einen Exportindikator für die Ölstaaten berechnet. Dieser deutet auf einen erneuten Rückgang der Exporte in die Ölstaaten von knapp 10% hin. Unter den deutschen Industriesektoren dürfte der Maschinenbau überdurchschnittlich stark getroffen werden. Die Exporte von Flugzeugen könnten auch 2016 für Entlastung sorgen.

Wohnbau: Politik trägt nur allmählich zum Abbau des Nachfrageüberhangs bei. Die Wohnbauinvestitionen stiegen die letzten Jahre nur träge an. Die wichtigsten Gründe sind: ein Mangel an Bauland, gestiegene regulatorische Hürden in fast allen Baubereichen, hohe Baukosten und ein Fachkräftemangel in der Bauwirtschaft. Die Bundesregierung plant über die Einführung einer Sonderabschreibung und ein Maßnahmenpaket in den angespannten Wohnungsmärkten gegenzusteuern. Die Umsetzung dieser Vorschläge ist oftmals aufgrund der vielen Beteiligten, öffentlichen wie privaten Interessengruppen schwierig, was eine niedrige Effektivität zur Folge haben könnte. Trotz des wohl geringen Mengeneffekts könnten die anvisierten wohnungspolitischen Maßnahmen aber die Preisdynamik bremsen und damit zur Reduzierung potentieller makroprudentieller Risiken beitragen.

EZB legt sich ins Zeug – Wirkung beschränkt. Die EZB hat mit ihren Beschlüssen vom 10. März die Markterwartungen deutlich übertroffen. Der überarbeitete TLTRO2 zeigt, dass die EZB die sich abzeichnende Belebung der Kreditnachfrage unterstützen möchte. Die Aufnahme von Unternehmensanleihen in das QE-Programm zeigt, dass die EZB bereit ist, größere Risiken zu akzeptieren, was – falls nötig – den Weg für weitere Stimulusmaßnahmen bereitet. Dennoch benötigt die Geldpolitik Unterstützung, wobei die Möglichkeiten der Fiskalpolitik allerdings beschränkt sind.



Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2015	2016P	2017P	2015	2016P	2017P	2015	2016P	2017P	2015	2016P	2017P
Euroland	1,5	1,5	1,5	0,0	0,1	1,3	3,1	2,6	2,2	-2,0	-2,0	-1,7
Deutschland	1,7	1,7	1,6	0,2	0,3	1,5	8,3	8,1	7,8	0,6	0,0	0,0
Frankreich	1,1	1,2	1,5	0,1	0,2	1,1	-0,1	0,1	0,3	-3,5	-3,3	-2,9
Italien	0,8	1,1	1,1	0,1	0,1	1,3	2,1	1,8	1,5	-2,6	-2,7	-2,5
Spanien	3,2	2,7	2,2	-0,6	-0,6	1,5	1,4	1,1	0,6	-5,2	-4,0	-3,3
Niederlande	1,9	1,2	1,3	0,2	0,0	1,3	9,1	10,6	10,7	-1,8	-1,7	-1,6
Belgien	1,4	1,0	1,2	0,6	1,0	1,7	0,4	1,0	1,0	-2,7	-2,7	-2,3
Österreich	0,8	1,1	1,4	0,8	1,1	1,8	2,6	2,7	2,8	-1,2	-1,6	-1,4
Finnland	0,4	0,6	1,0	-0,2	0,2	1,3	0,1	0,3	0,4	-2,7	-2,6	-2,1
Griechenland	-0,3	-1,0	1,6	-1,1	-0,3	0,8	-0,1	1,0	1,2	-4,1	-3,7	-1,8
Portugal	1,5	1,3	1,5	0,5	0,3	1,4	0,9	1,0	0,9	-4,2	-2,8	-2,6
Irland	7,8	3,8	3,2	0,0	0,3	1,7	4,5	4,0	3,5	-1,8	-1,1	-0,6
Großbritannien	2,3	2,2	2,2	0,1	1,1	1,9	-4,7	-4,0	-3,5	-4,3	-3,0	-2,0
Dänemark	1,2	1,4	1,8	0,5	1,1	1,7	7,0	7,0	7,0	-2,5	-2,5	-2,0
Norwegen	1,1	1,0	2,0	2,2	2,5	2,3	9,0	6,5	6,5	9,0	6,5	6,5
Schweden	3,8	3,4	2,5	0,0	0,9	1,8	5,9	5,7	5,5	-0,8	-1,0	-0,5
Schweiz	0,9	1,3	1,5	-1,1	-0,5	0,2	11,4	9,0	8,0	0,3	-0,5	-0,5
Tschech. Rep.	4,3	2,6	3,2	0,3	1,0	1,7	1,6	1,2	0,8	-1,9	-1,4	-1,2
Ungarn	2,9	2,4	3,1	-0,1	0,3	1,8	3,1	3,3	2,5	-2,4	-2,2	-2,0
Polen	3,6	3,5	3,5	-0,9	-0,4	1,2	-0,2	-0,7	-0,7	-2,9	-2,9	-2,7
USA	2,4	1,4	2,2	0,1	1,4	1,9	-2,4	-2,8	-3,2	-2,4	-2,9	-2,9
Japan	0,5	-0,4	0,5	0,8	0,1	1,8	3,3	4,6	4,5	-4,2	-4,2	-3,5
China	6,9	6,7	6,7	1,4	1,8	1,8	2,7	2,7	2,5	-3,5	-4,0	-4,0
Welt	3,1	3,0	3,6	3,3	3,6	4,0						

*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.

	2013					2015					2016			
	2013	2014	2015	2016P	2017P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	
BIP	0,3	1,6	1,7	1,7	1,6	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,5	0,5	
Privater Konsum	0,6	0,9	1,9	2,0	1,4	0,4	0,1	0,6	0,3	0,6	0,5	0,5	0,4	
Staatsausgaben	0,8	1,7	2,4	2,9	1,8	0,4	0,7	1,3	1,0	0,6	0,7	0,8	0,8	
Anlageinvestitionen	-1,3	3,5	2,2	1,9	1,8	1,7	-0,4	-0,3	1,5	0,9	-0,2	0,2	0,5	
Ausrüstungen	-2,3	4,5	4,8	2,3	1,6	1,9	0,5	-0,8	1,0	0,3	0,5	0,6	0,6	
Bau	-1,1	2,9	0,3	2,2	2,2	1,8	-1,3	-0,3	2,2	1,5	-0,9	-0,2	0,4	
Lager, %-Punkte	0,6	-0,3	-0,5	0,1	0,0	0,0	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Exporte	1,6	4,0	5,4	3,0	4,5	1,5	1,8	0,2	-0,6	0,8	1,3	1,3	1,0	
Importe	3,1	3,7	5,8	4,6	4,8	2,1	0,5	1,1	0,5	1,3	1,5	1,3	1,0	
Nettoexport, %-Punkte	-0,5	0,4	0,3	-0,5	0,2	-0,2	0,6	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	0,1	0,1	
Konsumentenpreise*	1,5	0,9	0,2	0,3	1,5	0,0	0,5	0,1	0,3	0,2	0,0	0,3	0,7	
Arbeitslosenquote, %	6,9	6,7	6,4	6,4	6,9	6,5	6,4	6,4	6,3	6,2	6,3	6,5	6,6	
Industrieproduktion	0,1	1,5	0,5	0,6										
Budgetsaldo, % BIP	-0,1	0,3	0,6	0,0	0,0									
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	77,4	74,9	71,4	68,9	66,7									
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,5	7,3	8,3	8,1	7,8									
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	182	212	249	254	254									

*Inflationsdaten für Deutschland basieren auf nationaler Abgrenzung. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen.

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



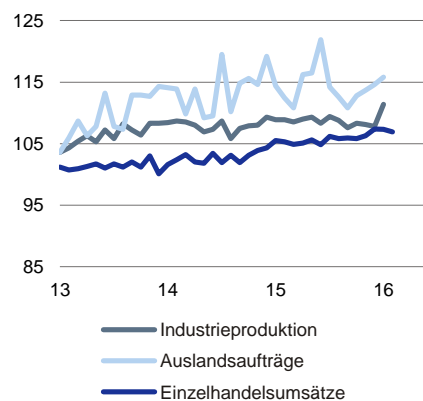
BIP: 4 Jahre stabil bei 1 ½% Wachstum, wirklich?

- Befürchtungen über eine drohende Konjunkturschwächung sind abgeklungen. Wie erwartet haben sich die Stimmungsindikatoren im März stabilisiert, nachdem ihr Einbruch zu Jahresbeginn Rezessionsängste geweckt hatte. Harte Monatsdaten, obwohl sie aufgrund des milden Winters und Einmaleffekten teilweise überzeichnet sind, deuten auf ein solides BIP-Wachstum in Q1 hin.
- Konjunktur in 2016 und 2017 leicht über Potential. Das Wachstum wird 2016 noch mehr durch die inländische Nachfrage, besonders durch den privaten und staatlichen Konsum, getrieben, während Exporte unter einer schwachen Nachfrage in wichtigen Exportmärkten und der unerwarteten Eurostärke leiden.
- Nächste Konjunkturwende: Hoch oder runter? Gemäß unsere und Konsensus-Erwartungen wird Deutschland voraussichtlich 4 Jahre (2014-2017) ein BIP-Wachstum über der Potenzialrate und innerhalb einer extrem engen Bandbreite von 1,5% bis 1,7% verzeichnen, trotz erheblicher Schocks und massiver Verschiebungen der Wachstumstreiber. Falls doch eine Konjunkturwende ansteht, scheint eine Abwärtsbewegung wahrscheinlicher als eine Beschleunigung.

Monatsdaten deuten auf solides Wachstum hin

1

2010=100



Quellen: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt

Trendwachstumsraten in Q1 und 2016

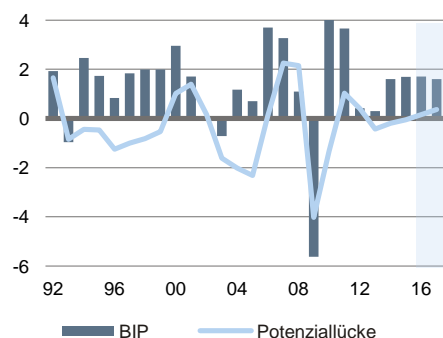
Befürchtungen, dass die Konjunktur sich an der Schwelle zur Rezession befand, sind abgeklungen, da die Industrieproduktion im Januar kräftig anstieg. Das Plus von 3,3% gegenüber Dezember wurde durch den milden Winter und Basiseffekten (Umrüstung in der Automobilindustrie) angetrieben. Exporte hatten einen schwachen Start in das Jahr 2016 (-0,6% im Jan. im Vergleich zum Vormonat), jedoch haben die Exportaufträge in den letzten Monaten deutlich zugelegt und deuten nun auf eine Stabilisierung der Exporte hin. Einzelhandelsumsätze und Kfz-Neuzulassungen zeigen die Auswirkungen von rekordverdächtigen realen Einkommenszuwächsen. Zusammen mit Rekordtiefs der Zinsen befeuern sie ebenfalls die Bauinvestitionen, deren monatliche Indikatoren am Anfang des Jahres äußerst stark waren (wiederum Wettereffekte!). Flüchtlingsbedingte Ausgaben, Infrastrukturinvestitionen und höhere Sozialversicherungsausgaben werden zu einer moderat expansiven Fiskalpolitik führen.

Konjunkturschwächung mittelfristig wahrscheinlicheres Szenario

Welcher Konjunkturzyklus?

2

% gg. Vj., %-P. Abweichung vom Trend



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank IWF

Die Potentiallücke sollte sich, trotz des leichten temporären Anstiegs des Trendwachstums, nun geschlossen haben. Jedoch scheint ein kräftiger Lohnschub, der für die späte Phase eines Wachstumszyklus nicht unnormal ist, kein Thema zu sein angesichts des Wettbewerbsdrucks in exportorientierten Sektoren. Ungeachtet der starken, teilweise wetterbedingten, Beschäftigungsdynamik zu Jahresanfang, haben sich die Einstellungsintentionen in den letzten Monaten abgeschwächt. Es ist zudem unwahrscheinlich, dass das Konsumwachstum seine momentane Stärke nächstes Jahr beibehält, da der nachfragetreibende Effekt des niedrigeren Ölpreises abklingen dürfte. Falls der Flüchtlingsdeal mit der Türkei zu einer (nachhaltigen) Reduzierung der Anzahl neuankommender Flüchtlinge beiträgt, sollte der zugehörige Anstieg der Staatsausgaben seinen Höhepunkt dieses Jahr erreichen.

Im Hinblick auf Exporte und Investitionen ist es schwer, eine zyklische Einschätzung zu geben. Bauinvestitionen, besonders Wohnbauinvestitionen, scheinen einem mehrjährigen Aufwärtstrend zu folgen, der von Zinsen auf Rekordtief-



ständen und der ausgeprägten Angebotslücke getrieben wird, die zu starken Preisanstiegen führt. Ausrüstungsinvestitionen leiden unter einer schwachen ausländischen Nachfrage und damit verbundenen Unsicherheiten (China, USA). Die Kapazitätsauslastung und das Gewinnwachstum sind zwar solide, jedoch reichen sie per se nicht aus, um die Investitionsbereitschaft zu stimulieren. Nur falls die nun erwartete leichte Stärkung des globalen BIP-Wachstums für 2017 wirklich eintritt, werden Investitionsausgaben stärker ansteigen. Dennoch würde es wahrscheinlich einen deutlichen Anstieg des globalen BIP-Wachstums jenseits der 3 ½% benötigen, um bremsende inländische Faktoren zu überkompensieren.

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

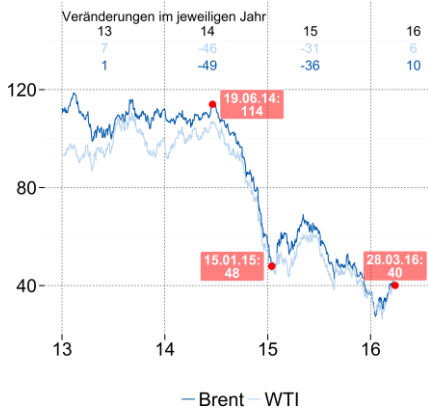


Ausblick Deutschland

Deutlicher Ölpreiseinbruch

1

USD je Barrel

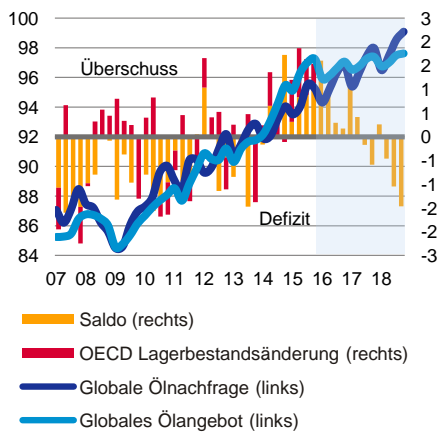


Quelle: US Energy Information Administration

Ölnachfrage/-angebot weltweit

2

Millionen Barrel pro Tag

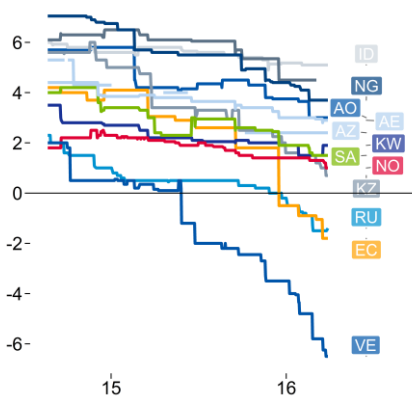


Quellen: IEA, Deutsche Bank

Bloomberg Konsensus BIP-Prognosen 2016 für Ölstaaten deutlich gefallen

3

% gg. Vj.



Quelle: Bloomberg Finance LP

Ende der goldenen Zeit für Ölstaaten dämpft auch 2016 das deutsche Exportwachstum

- Der tiefe Ölpreiseinbruch setzt die Wirtschaft der Ölproduzenten unter erheblichen Druck, und der derzeit hohe Angebotsüberhang spricht auch 2016 für niedrige Ölpreise. Die goldenen wirtschaftlichen Zeiten der Ölstaaten dürften damit vorerst vorüber sein.
- Die ölpreisbedingte wirtschaftliche Abkühlung in den Ölstaaten hat über den Außenhandelskanal Implikationen für die deutsche Konjunktur. Der Gesamteffekt niedriger Ölpreise für die deutsche Konjunktur ist zwar positiv, aber die deutschen Exporte in die Ölstaaten stehen weiter unter Druck.
- 2015 fielen die Exporte in die Ölstaaten – das dritte Jahr in Folge – um etwas mehr als 7%. Die Exporte in die Nicht-OPEC-Ölstaaten befanden sich mit einem Rückgang von über 20% im freien Fall. Eine hohe Nachfrage aus den Vereinigten Arabischen Emiraten – v.a. Flugzeuge – und Saudi Arabien hatte zur Folge, dass die Exporte in die OPEC-Staaten noch um 7% stiegen.
- Der Ausblick auf das Jahr 2016 verspricht nur wenig Besserung. Viele Ölförderländer dürften angesichts weiterhin niedriger Ölpreise auch 2016 nur schwach wachsen und engen Budgetrestriktionen unterliegen.
- Um die Auswirkungen auf die deutschen Exporte abzuschätzen, haben wir einen Exportindikator für die Ölstaaten berechnet. Dieser deutet auf einen erneuten Rückgang der Exporte in die Ölstaaten von knapp 10% hin. Unter den deutschen Industriesektoren dürfte der Maschinenbau überdurchschnittlich stark getroffen werden. Die Exporte von Flugzeugen könnten auch 2016 für Entlastung sorgen. Die Bedeutung der Ölstaaten als Exportmarkt für die deutsche Industrie dürfte 2016 aber weiter sinken.

Ölpreisverfall setzt Produzenteländer weiter unter Druck

Der tiefe Einbruch der Ölpreise setzt seit Mitte 2014 die Wirtschaft vieler Ölproduzenten unter erheblichen Druck. Der derzeit recht hohe Angebotsüberhang beim Öl dürfte nur langsam abgebaut werden, sodass es voraussichtlich bis Mitte 2017 – keine signifikante koordinierte Produktionskürzung der Ölstaaten vorausgesetzt – einen globalen Überschuss auf dem Ölmarkt geben dürfte. Die Ölpreise werden damit bei hoher Volatilität relativ niedrig bleiben.¹ Insgesamt überwiegen aber die positiven Effekte auf die globale Konjunktur, vor allem über den ölpreisbedingten Schub für den privaten Konsum in den Industrieländern und China, die die größten Ölimporteure sind.

Die goldenen Zeiten der Ölstaaten², als die Ölpreise nördlich der USD 100 je Barrel lagen und die Länder die sprudelnden Öleinnahmen zur Finanzierung von staatlichem Konsum und Investitionen einsetzten, dürften damit vorerst vorüber sein. Vergleichsweise gut stehen unter den Ölstaaten die Länder da, die in der Vergangenheit verbleibende Überschüsse in Staatsfonds bündelten und international investierten.³ Norwegen (USD 825 Mrd.), die Vereinigten Arabischen Emirate (USD 773 Mrd.), Saudi Arabien (USD 632 Mrd.) und Kuwait (USD 592 Mrd.) verfügen über die Staatsfonds mit dem größten verwalteten Vermögenswerten, die bei einbrechenden Ölpreisen zur Finanzierung von staatlichen Budgetdefiziten verwendet werden können und damit die Binnenkonjunktur

¹ Siehe für Details Hsueh, Michael (2016). #3: Crude Oil Capex crunch, Commodities Quarterly: An early recovery. Deutsche Bank Markets Research. 22. März 2016.

² SWFI, Sovereign Wealth Fund Rankings. Stand: Februar 2016.

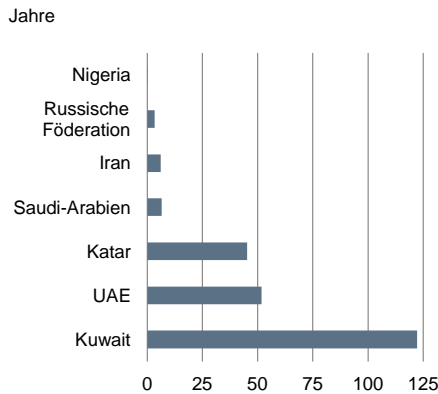
³ Zur Gruppe der Ölstaaten zählen wir im Folgenden die 13 OPEC-Staaten sowie die Nicht-OPEC-Ölstaaten, Aserbaidschan, Kasachstan, Norwegen und Russland.



Ausblick Deutschland

Staatliche Vermögenswerte zur Abfederung von niedrigen Ölpreisen

4

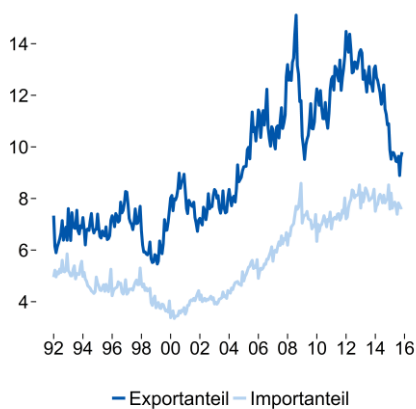


Quelle: Deutsche Bank Research

Anteil der Ölstaaten an den globalen Handelsströmen

6

% der globalen Exporte bzw. Importe

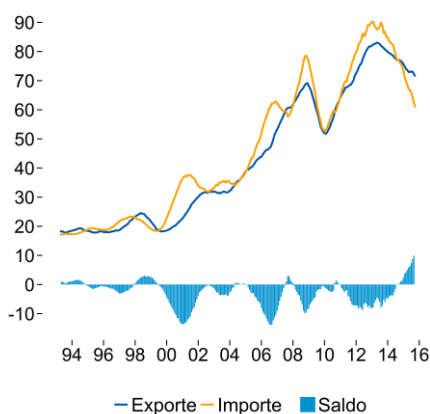


Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

Deutschlands Handelsbilanzsaldo gg. Ölstaaten ins Positive gedreht

7

EUR Mrd., laufende 12-Monatssumme

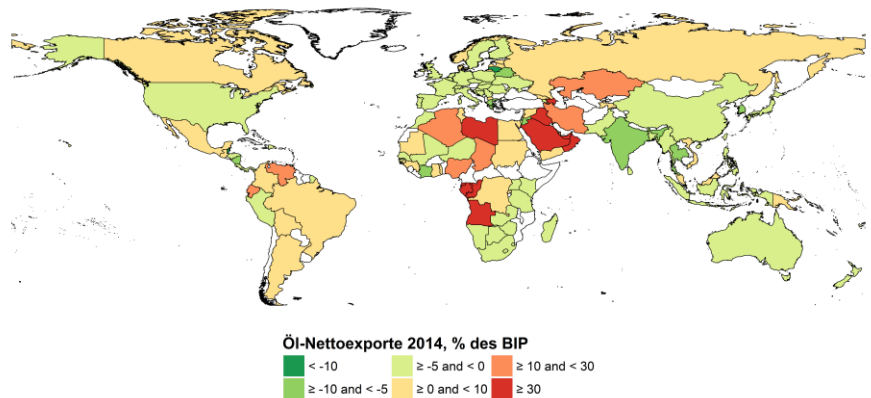


Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

tur unterstützen. Der Ölpreis, den die einzelnen Länder für einen ausgeglichenen Staatshaushalt benötigen, liegt für alle Ölproduzenten über dem derzeitigen Niveau von USD 40 je Barrel. Zwischen den Ländern gibt es aber deutliche Unterschiede, die u.a. aus unterschiedlich hohen Förderkosten resultieren. Während Nigeria im Jahr 2016 für einen ausgeglichenen Staatshaushalt einen Ölpreis in Höhe von USD 85 je Barrel benötigt, sind es in Kuwait nur USD 47 je Barrel. Würden die staatlichen Vermögenswerte zur Finanzierung der Budgetdefizite bei schwachen Ölpreisen eingesetzt, wäre dies hypothetisch in Kuwait für die nächsten 122 Jahre möglich und in Nigeria 0,1 Jahre.⁴

Ölpreiseinbruch negativ für Öl-Nettoexporteure

5



Quellen: UNCTAD, IWF, Deutsche Bank Research

Die Markterwartung (Bloomberg Konsensus) für das BIP-Wachstum in den Ölstaaten wurde seit dem Beginn der Ölpreisschwäche deutlich nach unten revidiert, besonders stark für Venezuela; das Land dürfte das dritte Jahr in Folge in der tiefen Rezession verharren. Während vor allem durch den Ölpreiseffekt der Anteil der Exporte der Ölstaaten an den globalen Ausfuhren gefallen ist, war der Rückgang beim Importanteil der Ölstaaten deutlich geringer. In der Folge sanken die traditionell hohen Handelsbilanzüberschüsse der Ölstaaten spürbar.

Die ölpreisbedingte massive wirtschaftliche Abkühlung in den Ölstaaten hat vor allem über den Außenhandelskanal Implikationen für die deutsche Konjunktur, die wir im Folgenden genauer analysieren und damit unsere vor etwa einem Jahr veröffentlichte Studie „Deutsche Exporte in die Ölstaaten sinken 2015“ auf den aktuellen Stand bringen. Hierzu berechnen wir – analog zum in der letzten Ausgabe des Ausblicks Deutschlands veröffentlichten Exportindikator – für die deutschen Gesamtexporte einen länderspezifischen Exportindikator für die Ölstaaten. Wir unterscheiden dabei zwischen dem Nachfrage- und Preiseffekt.⁵

Unsere damalige Einschätzung lautete, dass der Gesamteffekt niedriger Ölpreise für die deutschen Ausfuhren positiv ist. Gleichwohl hatten wir erwartet, dass die deutschen Exporte in die Ölstaaten 2015 um 10 bis 15% sinken könnten; mit dieser Prognose lagen wir relativ gut (tatsächlich -7,4%).⁶ Vor etwa einem Jahr gingen wir von einer Stabilisierung des Ölpreises auf niedrigem Niveau aus und rechneten mit einer moderaten Aufwärtsbewegung. Die erneuten starken Kor-

⁴ Siehe Körner, Kevin, Oliver Masetti et al. (2016). Updating fiscal breakevens for EM oil producers. EM Monthly: Crunch Time. Deutsche Bank Research. 18. Februar 2016.

⁵ Siehe für Details: Heymann, Eric und Heiko Peters (2016). Deutsche Exporte 2016 doppelt unter Beschuss. Ausblick Deutschland: Wachstum 2016: Exportindikator dämpft, Binnenwirtschaft läuft dank Staat und Bau. Deutsche Bank Research. 3. März 2016, http://dbresearch.db.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000390938.pdf

⁶ Heymann, Eric und Heiko Peters (2015). Deutsche Exporte in die Ölstaaten sinken 2015. Aktuelle Themen. Deutsche Bank Research. 24. Februar 2015.

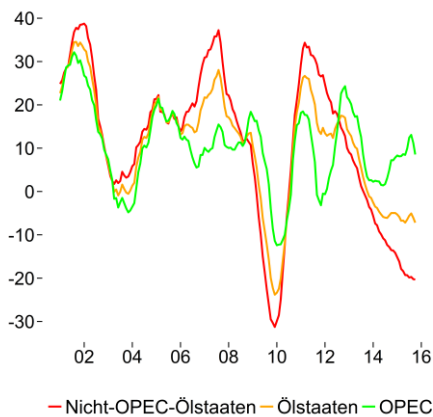


Ausblick Deutschland

Deutlicher Rückgang der deutschen Exporte in die Ölstaaten

8

% gg. Vj., laufender 12-Monatsdurchschnitt

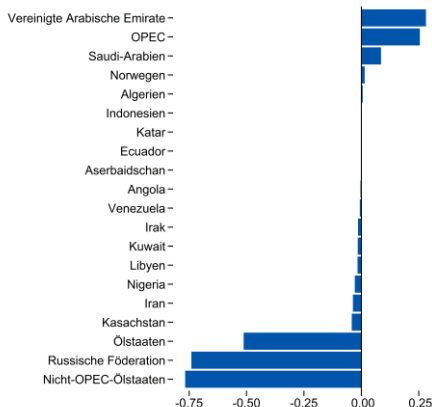


Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Russland dämpft am stärksten, während VAE und Saudi Arabien stabilisieren

9

Wachstumsbeitrag zu deutschen Gesamtexporten (%-P.), lfd. 12-Monatsdurchschnitt (10/2015)



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

rekturen des Ölpreises – zwischenzeitlich fiel dieser in diesem Jahr auf unter USD 30 je Barrel – verdeutlicht die anhaltend schwierige Situation in den Ölstaaten.

Vereinigte Arabische Emirate und Saudi-Arabien sorgen für gutes Ergebnis der OPEC-Staaten

Zunächst schauen wir uns die Entwicklung der deutschen Exporte in die Ölstaaten im Jahr 2015 genauer an. Die wirtschaftliche Schwäche der Ölstaaten hinterließ in der deutschen Exportbilanz ihre Spuren. In Summe nahmen die deutschen Warenausfuhren in die Ölstaaten – wie bereits erwähnt – im letzten Jahr nominal um 7,4% ab.⁷ Dies war bereits der dritte Rückgang in Folge. Die deutschen Exporte in alle Länder legten 2015 dagegen um 6,4% zu. Unterstützt wurde der Zuwachs durch eine breit gefächerte EUR-Schwäche sowie eine vor allem im 1. Halbjahr 2015 kräftige Nachfrage aus den USA.

Differenziert man die Exporte in die Ölförderländer nach einzelnen Staaten bzw. Ländergruppen, ergibt sich ein sehr heterogenes Bild. So legten die deutschen Exporte in die OPEC-Staaten 2015 um 7,4% zu. Dies war bereits der vierte Zuwachs in Folge und der fünfte in den letzten sechs Jahren. Dagegen befanden sich die Ausfuhren in die Nicht-OPEC-Länder unter den Ölstaaten mit einem Rückgang von 20,7% im freien Fall und waren damit das dritte Jahr in Folge rückläufig.

Auffällig ist, dass innerhalb der OPEC-Staaten 2015 im Wesentlichen nur zwei Länder für den Zuwachs bei den deutschen Exporten gesorgt haben: Saudi-Arabien mit einem deutschen Exportplus von 12,3% und vor allem die Vereinigten Arabischen Emirate (VAE); dorthin expandierten die Warenausfuhren aus Deutschland 2015 sogar um 28,7%. Die Exporte in alle übrigen OPEC-Länder brachen im letzten Jahr dagegen um 10,4% ein. Die größten Einbußen verzeichneten 2015 die deutschen Warenausfuhren nach Libyen (-33,8%), Kasachstan (-27,4%), Russland (-25,5%) sowie Nigeria (-24,4%). In Summe nahm der Anteil der Ölstaaten an den gesamten deutschen Ausfuhren ab und lag 2015 nur noch bei 5,9%; im Jahr 2012 waren es noch 7,5%. In absoluter Betrachtung sank das deutsche Exportvolumen in diese Länder zwischen 2012 und 2015 um EUR 11,6 Mrd.

Flugzeugexporte verhindern schlimmeres Gesamtergebnis – Maschinenbau und Metallindustrie besonders negativ betroffen

Ergänzt man die länder- durch eine branchenspezifische Analyse, wird deutlich, dass der hohe deutsche Exportzuwachs in Richtung VAE zu einem großen Teil von zwei Sektoren getragen wurde, nämlich der Elektrotechnik mit einem Plus von 33% im Jahr 2015 und vor allem dem sonstigen Fahrzeugbau (überwiegend Flugzeuge), wo die deutschen Ausfuhren in die VAE um knapp 61% expandierten. Ohne diese beiden Sektoren wären die Ausfuhren in die VAE „nur“ um 7,1% gewachsen. Im Falle von Saudi-Arabien basierte der Exportzuwachs des letzten Jahres auf deutlich mehr Sektoren.

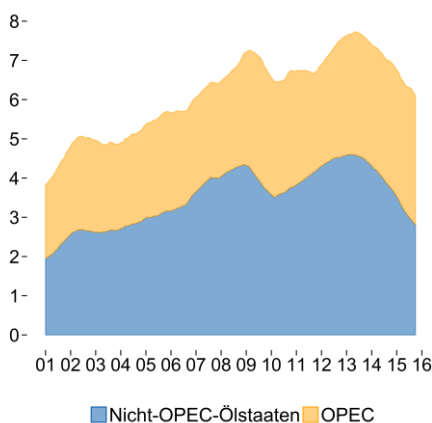
Bleiben wir noch auf der Branchenebene: Unter den großen deutschen Industrie-sektoren waren 2015 der Maschinenbau sowie die Metallindustrie am stärksten von der Wirtschaftsschwäche der Ölförderstaaten betroffen. Diese Sektoren

⁷ Für die monatlichen, aggregierten deutschen Handelszahlen haben wir hauptsächlich auf die traditionelle Datenbank für internationalen Handel (ComExt) von Eurostat zurückgegriffen und die nicht-saisonbereinigten Zeitreihen mit dem X-13ARIMA-SEATS-Verfahren saisonbereinigt. Angegeben sind für 2015 die 12-Monatsdurchschnitte (Oktober 2015). Für die branchenspezifische Analyse wurden die Daten vom Statistischen Bundesamt verwendet.

Anteil der Nicht-OPEC-Ölstaaten an den deutschen Exporten deutlich gesunken

10

% der gesamten deutschen Exporte



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

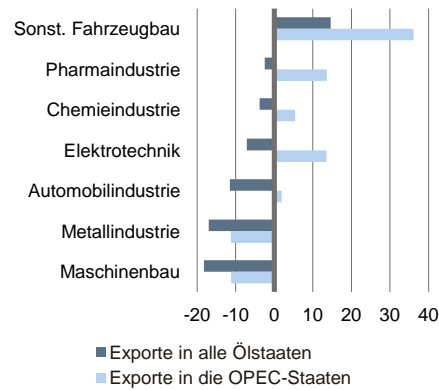


Ausblick Deutschland

Exporte in die Ölstaaten: Licht und Schatten

11

Deutsche Warenausfuhr in die Ölstaaten nach Branchen, 2015, % gg. Vj.



Quelle: Statistisches Bundesamt

exportieren 2015 gut 18% bzw. 17% weniger Waren in die betreffenden Länder. Für den Maschinenbau fällt der negative Effekt besonders kräftig aus, denn die Ölstaaten machen 7,8% der gesamten deutschen Maschinenausfuhr aus und haben damit einen überdurchschnittlich hohen Anteil; zudem ist der deutsche Maschinenbau insgesamt sehr exportintensiv. Gerade das seit nunmehr drei Jahren stark rückläufige Russlandgeschäft schmerzt den deutschen Maschinenbau. 2015 lagen die Ausfuhr der Branche allein nach Russland um EUR 3,6 Mrd. oder 42,6% niedriger als 2012.

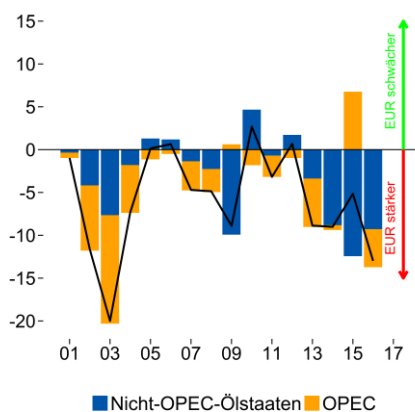
Exporte in die Ölstaaten dürften 2016 erneut kräftig fallen

Der Ausblick auf das Jahr 2016 verspricht nur wenig Besserung. Viele Ölförderländer dürften angesichts weiterhin niedriger Ölpreise auch 2016 nur schwach wachsen und engen Budgetrestriktionen unterliegen. Um die Auswirkungen auf die deutschen Exporte abzuschätzen, haben wir einen Exportindikator für die Ölstaaten berechnet. Dieser setzt sich aus der Veränderung der Nachfrage aus den Ölstaaten (gemessen am BIP-Wachstum) und den veränderten Notierungen ihrer Währungen gegenüber dem Euro zusammen. Den Nachfrageimpuls haben wir anhand der aktuellen Bloomberg Konsensus-Prognosen für das BIP (Abbildung 3) berechnet, den Preisimpuls mit der jeweiligen Wechselkursentwicklung seit Jahresanfang.

Exportgewichteter Wechselkurs (Preisimpuls) der Ölstaaten zuletzt weiter negativ

12

% gg. Vj., 2016 bisheriger Jahresverlauf

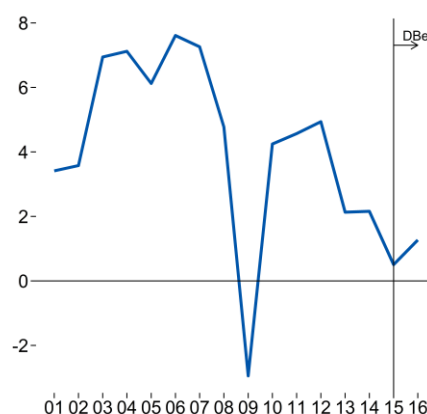


Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Exportgewichtetes Wachstum der Ölstaaten (Nachfrageimpuls) 2016 leicht stärker

13

% gg. Vj.

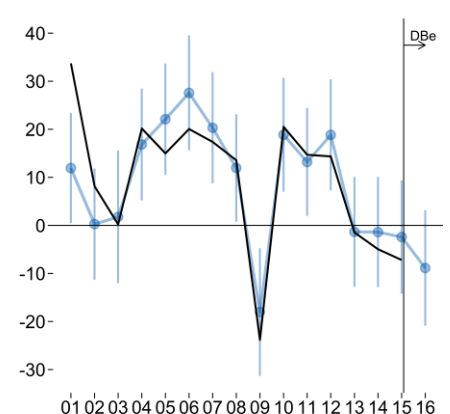


Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Exportindikator für Ölstaaten deutet für 2016 auf deutlichen Exportrückgang

14

% gg. Vj.



Vertikale Linien sind die 90%-Konfidenzintervalle
Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Exporterschätzung

15

Deutsche Exporte in die Ölstaaten (% gg. Vj.)	Koef.
Gew.BIP der Ölstaaten (% gg. Vj.)	3,3 ***
Gew. Wechselkurs der Ölstaaten (% gg. Vj.)	1,1 ***
Konstante	1,8
Adj. R ²	0,69

Signifikanzniveaus: *** 0,01 ** 0,05
Quelle: Deutsche Bank Research

Der Nachfrageimpuls dürfte sich danach in diesem Jahr wieder leicht verbessern. Dies wird hauptsächlich von der im Vergleich zu 2015 schwächer ausfallenden Rezession in Russland getrieben.

Der – relativ gesehen – etwas günstigere Nachfrageimpuls dürfte aber durch den negativen Preisimpuls überkompensiert werden, da die teilweise dramatisch schwächeren Währungen in einigen Ölstaaten importierte Güter, etwa aus Deutschland, drastisch verteuern. Haupttreiber waren die Abwertungen in Russland (seit Jahresbeginn -14% gg. Vj.), Kasachstan (-47%) und Norwegen (-8%). Die dramatische Bewegung in Kasachstan ist auf die Aufgabe der Wechselkursanbindung an den USD im August 2015 zurückzuführen.

Insgesamt deutet der Exportindikator für die Ölstaaten somit auf einen erneuten Rückgang der deutschen Exporte von knapp 10% gg. Vj. hin. Gerade Investitionen im Energiesektor dürften (weiter) zurückgefahren werden. Unter den deutschen Industriesektoren dürfte dies den Maschinenbau überdurchschnittlich stark treffen. Die Exporte von Flugzeugen könnten auch 2016 für Entlastung sorgen,



denn hier beruhen die Auslieferungen zumeist auf langfristigen Verträgen. Und die Kunden, also die Fluggesellschaften, profitieren auf der Kostenseite von niedrigen Ölpreisen. Alles in allem dürfte die Bedeutung der Ölstaaten als Exportmarkt für die deutsche Industrie 2016 aber weiter sinken.

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

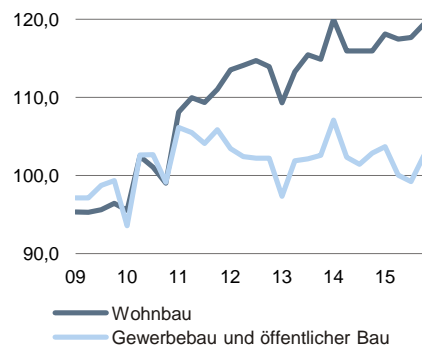
Heiko Peters (+49 69 910-21548, heiko.peters@db.com)



Bauinvestitionen

1

2010=100



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Bauinvestitionen: Prognose

Jahr	2016	2017	Gewicht in %
Wohnbau	2,8	2,8	59,3
Gewerbe	0,6	1,5	28,8
Öffentl. Bau	2,8	1,2	11,9
Gesamt	2,2	2,2	100,0

Beitrag zum

BIP-Wachstum 0,2 0,2

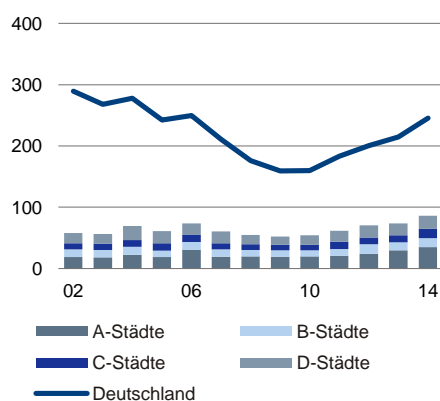
in %-Punkten

Quelle: Deutsche Bank Research

Baufertigstellungen

2

Anzahl Wohnungen in '000



Quellen: BulwienGesa, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Wohnbau: Politik trägt nur allmählich zum Abbau des Nachfrageüberhangs bei

- Die Wohnbauinvestitionen stiegen die letzten Jahre nur träge an. Die wichtigsten Gründe sind: ein Mangel an Bauland, gestiegene regulatorische Hürden in fast allen Baubereichen, hohe Baukosten und ein Fachkräftemangel in der Bauwirtschaft.
- Die Bundesregierung plant über die Einführung einer Sonderabschreibung in den angespannten Wohnungsmärkten gegenzusteuern. Daneben fasst sie eine Reihe von weiteren Maßnahmen ins Auge, unter anderem die verbilligte Bereitstellung von Grundstücken der öffentlichen Hand, die Harmonisierung der Bauordnung und sogar eine Neukonzeption von „Energie“-Gesetzen. Viele dieser Vorschläge berühren auch die Bundesländer und die Kommunen, wodurch ihre Umsetzung schwierig und ihre Effektivität niedrig sein könnte.
- Die Wohnbauinvestitionen dürften bestenfalls gegen Ende des Jahres zusätzliche Impulse erhalten, daher lassen wir unsere Wohnbauprognose von +2,8% im Jahr 2016 und 2017 unverändert. Auch darüber hinaus erwarten wir keine starke Beschleunigung der Bauinvestitionen. Trotz des wohl geringen Mengeneffekts könnten die anvisierten wohnungspolitischen Maßnahmen aber die Preisdynamik bremsen und damit zur Reduzierung potentieller makroprudentieller Risiken beitragen.

Warum kommen die Investitionen nicht in Schwung?

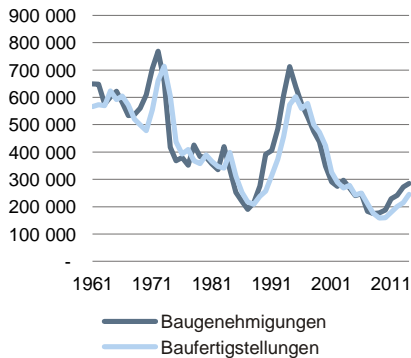
Die Wohnbauinvestitionen entwickeln sich im aktuellen Hauspreiszyklus recht träge. Trotz des günstigen makroökonomischen Umfelds, der hohen Preisdynamik und des großen Nachfrageüberhangs im Wohnungsmarkt blieb die Bautätigkeit hinter unseren Erwartungen zurück. So dürfte in den kommenden Jahren der aktuelle Hauspreiszyklus fortbestehen und der hohe Preisdruck nur allmählich abebben. Ohne eine massive Ausweitung des Wohnangebots werden Überbewertungen in den nächsten Jahren zunehmend wahrscheinlicher. Damit steigen die makroprudentiellen Risiken im Finanzsektor mittelfristig deutlich an⁸. Aufgrund dieses Ausblicks stellt sich die Frage nach wohnungspolitischen Maßnahmen, die möglichst schnell Wohnraum schaffen. Die Bundesregierung scheint nun das Problem erkannt zu haben und will über Sonderabschreibungen das Wohnangebot in den Ballungsgebieten ausweiten. Durch diese Regelung können bis zu 35% der Investitionen steuermindernd abgeschrieben werden. Wie von uns vorgeschlagen ist diese Regelung zeitlich begrenzt (Deutsche Bank: Falsche Wohnungspolitik erhöht Blasengefahr, Mai 2015). Dies hilft ein Überangebot am Ende des Hauspreiszyklus zu vermeiden. Weitere Ansätze der Regierung sind eine Verdopplung der Mittel für den sozialen Wohnungsbau und eine verbilligte Bereitstellung von Konversionsgrundstücken für städtebauliche Projekte und für die soziale Wohnungsförderung. Diesen Maßnahmen zur Schaffung „bezahlbaren Wohnens“ steht allerdings auch eine Reihe von Entscheidungen seitens der Bundesregierung gegenüber, die den Wohnraum zwar verbilligen, gleichzeitig aber zu einer Verschärfung des Preisdrucks beitragen. Bevor wir aber auf die Details eingehen, zeigen wir zunächst die geringe Preiselastizität der Investitionen im laufenden Hauspreiszyklus von 2009 bis 2015 auf.

⁸ Siehe für Details: Fährt die Wohnungspolitik an die Wand? Deutsche Bank Research, 5. Oktober 2015.



Baugenehmigungen und
Baufertigstellungen

3



Bis 1990 früheres Bundesgebiet, ab 1991 zusätzlich neue Bundesländer

Quelle: Statistisches Bundesamt

Wohnungsmarkt: Investitionen und Fertigstellungen

Trotz Preissteigerungen um fast 40% sind die Wohnbauinvestitionen seit 2009 um nur rund 20% gestiegen. Dabei ist besonders die nachlassende Investitionsdynamik der letzten Jahre bemerkenswert. Die Zahl der fertiggestellten Wohnungen legte aufgrund der zunehmenden Verdichtung und des Trends zu kleineren Wohnungen in den letzten Jahren sukzessive zu und könnte in diesem Jahr mehr als 300.000 betragen. Doch trotz dieser Entwicklung dürfte die Wohnnachfrage das Wohnangebot für absehbare Zeit übertreffen. Prognosen gehen von einer Wohnnachfrage von mehr als 400.000, teilweise sogar von bis zu 500.000, Wohnungen pro Jahr für die nächsten Jahre aus. Der Nachfrageüberhang und der dadurch verursachte Preisdruck dürften also fortbestehen. In den Großstädten scheint zudem eine besonders geringe Angebotselastizität vorzuliegen. Der Anteil der Baufertigstellungen in den 126 wichtigsten Städten an den bundesweiten Baufertigstellungen ist in den letzten Jahren nur leicht gestiegen (2009: 32,8%; 2015: 35,2%). Ein ähnliches Bild liegt auch für die Baugenehmigungen vor (2009: 35%; 2015: 40%). Allerdings ist der Anstieg der Fertigstellungen wie Baugenehmigungen fast komplett auf die Vervielfachung der Zahlen in Berlin zurückzuführen. Entsprechend weisen die meisten Großstädte und Städte in den übrigen Metropolregionen eine relativ preisunelastische Bauaktivität auf. Im Folgenden beleuchten wir, welche Faktoren hierzu beitragen.

Berechnung der Wohnbauinvestitionen

Die Wohnbauinvestitionen erfassen den Bau von neuen Wohnobjekten und investive Leistungen, die dem Gebäudeerhalt dienen. Dabei wird nicht nur die reine Bauleistung betrachtet, sondern auch fest verbundene Einrichtungen, Dienstleistungen, die den Bau, den Kauf oder die Grundstücksübertragung von Bauten betreffen, Eigenleistungen der Investoren sowie Schwarzarbeit. Im Jahr 2016 wird das Statistische Bundesamt voraussichtlich die Berechnungsmethodik ändern, wodurch die Bauinvestitionen durch die Berücksichtigung der Grunderwerbsteuer deutlich ansteigen sollten.

Wohnbauinvestitionen

EUR Mrd.	2009	2015
Bauhauptgewerbe	42,8	58,9
+ Ausbaugewerbe	43,0	54,1
+ Verarb. Gew.	10,5	13,3
+ Eigenlst., Schwarzarbeit, Baunebenkosten	29,8	52,6
Wohnbau Gesamt	126,1	178,9
Reale Veränderung		+22,5%
Preisveränderung		+19,3%

Quelle: Deutsche Bank Research

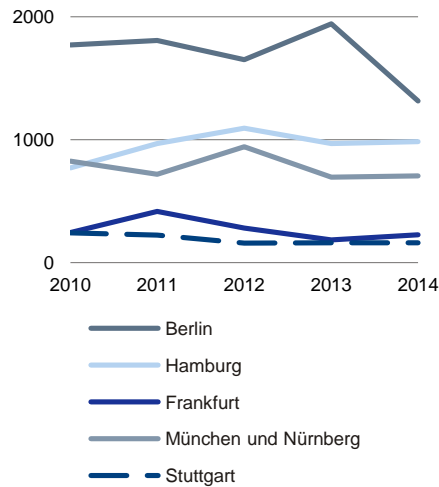


Ausblick Deutschland

Veräußertes baureifes Land

4

in 1000 qm



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

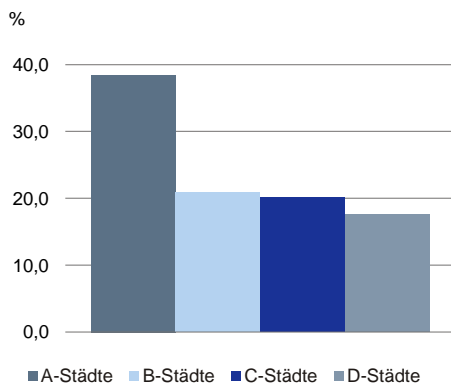
In allen Bauphasen bestehen potentielle Engpässe

Der Bau eines Wohngebäudes ist ein komplexes Vorhaben. Dabei können viele Details eine träge Investitionstätigkeit mit verursachen. Im Folgenden diskutieren wir anhand von vier Bauphasen potentielle Engpässe.

Bauphase	Potentieller Engpass
Finanzierung	Womöglich geringe Kreditvergabe aufgrund von Verschärfung der Immobilienkreditrichtlinie (WIKR)
Bauland	Mangel an Bauland, langwierige Verfahren zur Ausweisung von baureifem Land, viele Städte zur Nachverdichtung gezwungen aufgrund von engegezogenen Stadtgrenzen
Bauplanung	Hohe energetische Anforderungen, Anstieg der Neben- und Planungskosten, insbesondere Grunderwerbsteuer, komplizierte und langwierige Genehmigungsverfahren
Neubau/Renovierung	Anstieg der Baukosten, Fachkräftemangel, Mietpreisbremse, Neuregelung des Mietspiegels, niedrigere Umlage der Modernisierungskosten, Konversion von Gewerbe in Wohnbau komplex und teuer

2009-2015: Preise für Bauland

5



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research

1. Finanzierung: Konservatives Umfeld und Regulatorik

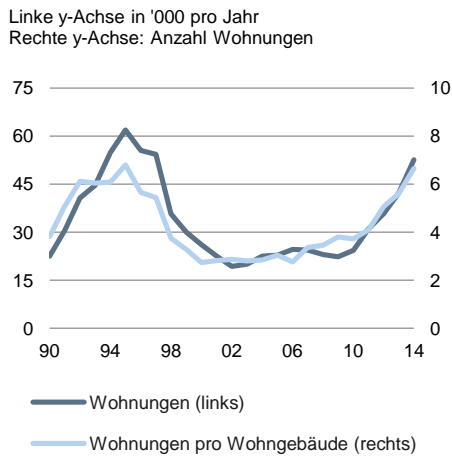
Dank ultraniedriger Zinsen dürfte das freundliche Finanzierungsumfeld über Jahre fortbestehen. Die EZB hat auf ihrer letzten Pressekonferenz nicht nur die Geldpolitik noch einmal gelockert, sondern für absehbare Zeit niedrige Zinsen versprochen. Trotzdem ist die Kreditdynamik bisher relativ gering. Die vielen globalen Immobilienblasen der letzten Jahrzehnte haben vermutlich zu einer vorsichtigen Kreditvergabe beigetragen. Auch das neue und sich ständig ändernde regulatorische Umfeld dämpfte den Risikoappetit der Banken. Diese Entwicklung könnte sich mit der am 21. März 2016 in Kraft getretenen Wohnimmobilienkreditrichtlinie fortsetzen. Zum einen beansprucht die praktische Umsetzung der zahlreichen neuen Regeln erhebliche Ressourcen in den Kreditabteilungen der Banken. Zum anderen könnte die Unsicherheit über die juristische Wirkung zu einer vorsichtigeren Kreditvergabe beitragen. Da die Wohnimmobilienkreditrichtlinie viele Jahre, gar Jahrzehnte, auf europäischer Ebene verhandelt wurde, sind Änderungen auf absehbare Zeit unrealistisch. Um makroprudentielle Risiken aber möglichst klein zu halten, wäre ein moderater Anstieg der Kreditvergabe zur Schaffung neuen Wohnraums wünschenswert. Nur so kann in den kommenden Jahren eine preisdämpfende Wirkung erzielt werden.

2. Hauptproblem: Mangel an Bauland

Es herrscht ein breiter Konsens darüber, dass Bauland in Metropolregionen der Hauptengpass im Wohnungsmarkt ist. Die Flächen an veräußertem Bauland liefen in vielen Metropolen auf niedrigem Niveau seitwärts oder sind in den letzten Jahren sogar gesunken. Entsprechend sind in den Großstädten die Preise für Bauland von 2009 bis 2015 um fast 40% und in den anderen wichtigen deutschen Städten um rund 20% gestiegen. Damit ist es für Grundbesitzer äußerst rentabel, den Verkauf von Bauland aufzuschieben, um weitere Bewertungsgewinne zu erzielen. Das Risiko wächst also, dass unbebaute Grundstücke zum Spekulationsobjekt werden. Nicht nur private Investoren, sondern auch die Städte und Kommunen haben Anreize, Bewertungsgewinne in den öffentlichen Haushalten durch Preissteigerungen zu verbuchen. Vermutlich gibt es aber gewichtigere Faktoren für die Knappheit an Bauland. Eng gezeogene Stadtgren-



Großstädte: Baugenehmigungen 6



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research

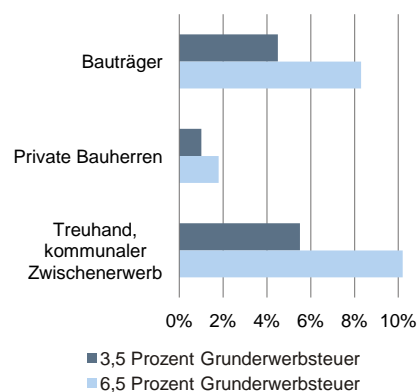
zen, baurechtliche Vorgaben, Umwelt- und Energieauflagen, komplexe Genehmigungsprozesse sowie eine verstärkte Bürgerbeteiligung erschweren eine zügige Ausweitung neuen Baulands.

Trotz dieser zunehmenden Komplexität haben viele Bauämter das Personal nicht aufgestockt. Der Personalmangel könnte zu einer vernachlässigten Liegenschaftspolitik und der trägen Ausweitung neuen Baulands geführt haben. Im aktuellen Hauspreiszyklus haben die Städte vor allem über Innenentwicklung und Nachverdichtung neuen Wohnraum geschaffen. So stieg die Zahl der genehmigten Wohnungen pro Wohngebäude auf ein neues Allzeithoch (Chart 6). Die Nachverdichtung führt bei Abriss typischerweise zu einer Ausweitung des Wohnraums um 30-50%. Aufgrund der steigenden Wohnungspreise und der hohen Leerstandsquoten im Büromarkt haben viele Großstädte zudem die Konversion von Gewerbe- in Wohngebäude vorangetrieben. Doch der Nachverdichtung sind natürliche Grenzen gesetzt und die Konversionsverfahren sind teuer und komplex. Entsprechend wurde hierdurch der Nachfrageüberhang nur geringfügig reduziert. Eine Flexibilisierung des Baurechts wäre hilfreich, scheint aber im gegenwärtigen Umfeld nur in Ansätzen realisierbar, da bei Bauprojekten die Anliegen vieler Interessengruppen zu berücksichtigen sind. Die von der Bundesregierung eingesetzte AG „Aktive Liegenschaftspolitik“ fordert daher einen Mix an wohnungspolitischen Maßnahmen. Eine ausreichende Finanzausstattung für die Kommunen, um zusätzliches qualifiziertes Personal einzustellen und damit die Genehmigungsverfahren zu beschleunigen. Die Anpassung der Baunutzungsverordnung und die Schaffung eines neuen Baugebietstyps „Urbanes Wohnen“, der eine flexible Nutzungsmischung für Wohnen und Gewerbe bei Wohnbauprojekten und eine höhere Dichte in Innenstadtquartieren ermöglicht, stellen weitere Alternativen dar. Die Vorschläge setzen aber den bisherigen Kurs der Nachverdichtung und Konversion fort. Denkt man in größeren Dimensionen, dann müsste man die wohnungspolitischen Maßnahmen auch mit Infrastrukturinvestitionen stärker als bisher abstimmen. So könnte sich die Wohnnachfrage dank guter Verkehrsanbindung auf ein größeres Einzugsgebiet verteilen. Ebenso wäre es wünschenswert, die Ausweitung neuen Baulandes über die Stadtgrenzen hinaus zu koordinieren oder gleich die Neuordnung von Stadtgrenzen zu beschließen. Nicht nur aufgrund komplexer rechtlicher Vorschriften, sondern auch wegen der fehlenden Bereitschaft der Bürger bleiben diese Vorschläge wohl Gedankenspiele.

3. Bauplanung: Bau- und Erwerbsnebenkosten steigen wegen strengeren Bauvorschriften und höherer Grunderwerbsteuer

Steuerlast der Grunderwerbsteuer 7

in % des Kaufpreises, Annahmen: Grundstücks EUR 100T, Baukosten = 250T, Eigenanteil = 10%



Quelle: IW Institut Köln

Auch die schärferen Bauauflagen tragen womöglich zu der trägen Investitionsdynamik bei. Viele Großstädte führen Vorschriften zum Bau von Sozialwohnungen bei Neubauprojekten ein. Dabei orientieren sie sich oftmals an dem Modell Münchens, bei dem Projektentwickler verpflichtet werden, bestimmte Leistungen (z.B. Bau von Kindertagesstätten) zu finanzieren oder einen gewissen Anteil der neuerstellten Wohnungen als Sozialwohnungen zu gestalten. Diese Vorgaben können insbesondere dann die Knappheit an bezahlbarem Wohnraum verschärfen, wenn die Realisierung von Bauprojekten wegen der Auflagen unterbleibt. Alternativ werden um die Rentabilität des gesamten Bauprojekts zu gewährleisten, neben den obligatorischen Sozialwohnungen, Luxuswohnungen errichtet. Als Folge dieser Politik fehlt es insbesondere an Wohnraum für Haushalte mit mittlerem Einkommen. Eine Gentrifizierung zu Lasten der Mittelschicht kann die Folge sein. Wie die Bauämter müssen auch die Architekten, Bauingenieure und Bauherren eine Vielzahl neuer Vorschriften berücksichtigen. In den letzten Jahren sind die Anforderungen an die Bauplanung stark gestiegen. Erhöhte Sicherheitsvorschriften, neue energetische Standards, Dokumentationspflichten und langwierige Baugenehmigungsverfahren erschweren die Planung. Zudem ver-

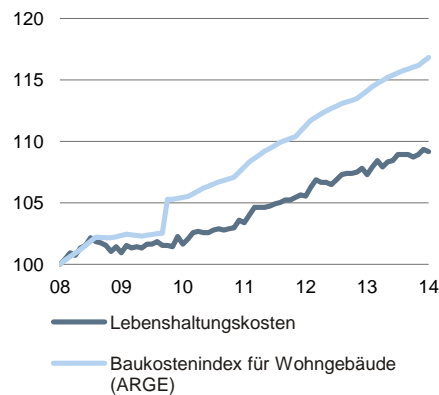


Ausblick Deutschland

Bau- vs. Lebenshaltungskosten

8

Jan 2008 = 100



Quellen: ARGE e.V., Deutsche Bank Research

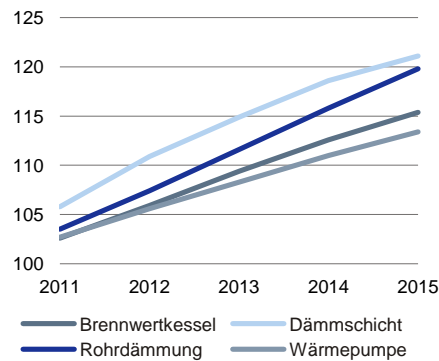
ursachen die zahlreichen Novellierungen und Verschärfungen von Bauregeln mehr Planungsfehler. Laut ARGE e.V., eine durch die Bundesregierung anerkannte deutsche Bauforschungseinrichtung, erklären diese Faktoren den Anstieg der Planungs- und Beratungskosten um fast 20% seit 2013.

Höhere Grunderwerbsteuer: Auch höhere Steuern haben Kostensteigerungen verursacht. Bis auf Bayern und Sachsen haben alle Bundesländer die Grunderwerbsteuer erhöht. Den höchsten Steuersatz von 6,5% erheben Nordrhein-Westfalen, das Saarland und Schleswig-Holstein. Die Einnahmen aus dieser Steuer werden beim Länderfinanzausgleich größtenteils herausgerechnet. Entsprechend haben Steuererhöhungen geholfen, die Haushaltslöcher zu stopfen. Laut Beispielrechnungen des IW Köln kommt es insbesondere in Großstädten durch kommunalen Zwischenerwerb zur Mehrfachbesteuerung, wodurch die Grunderwerbsteuer den Kaufpreis von Neubauten um mehr als 10% erhöhen kann. Das IW Köln schlägt vor, diese Mehrfachbesteuerung durch einen Vorsteuerabzug zu beseitigen. Außerdem könnte eine Neuregelung des Länderfinanzausgleichs Abhilfe schaffen. Die vom Bauministerium eingesetzte Arbeitsgruppe AG „Aktive Liegenschaftspolitik“ schlägt gar einen bundeseinheitlichen Steuersatz von maximal 3,5% vor.

Preisindizes der Bauleistungen für energetische Maßnahmen

9

2010 = 100



Quelle: Statistisches Bundesamt

4. Neubau/Renovierung: Baukosten stark gestiegen, Fachkräfte fehlen im Ausbaugewerbe, strengere Mietregulierung

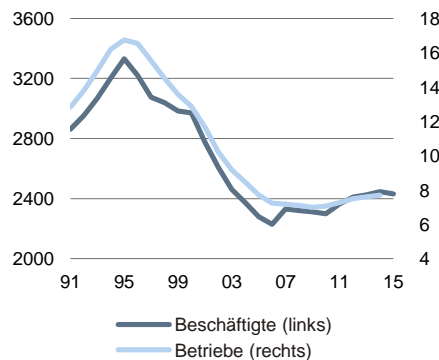
Ein wesentlicher Faktor bei der Suche nach Wohnraum sind die Baukosten. Seit dem Jahr 2008 sind die Baukosten um rund 20% gestiegen, liegen also deutlich über der Steigerung der Lebenshaltungskosten. Laut ARGE e.V. ist der Anstieg der Baukosten vor allem auf ordnungsrechtliche Anforderungen und gestiegene Qualitätsansprüche zurückzuführen. Ebenso haben sich Bauausgaben für energetische Maßnahmen in den letzten Jahren stark verteuert. Die seit 1. Januar 2016 geltende Energieeinsparverordnung (EnEV) und das Erneuerbare-Energien-Wärmegesetz werden die Baukosten um weitere 9% im laufenden Jahr ansteigen lassen. Diese bundesweiten Durchschnittskosten variieren jedoch stark zwischen einzelnen Bundesländern und Städten. Viele Faktoren wie die regional unterschiedliche Wettbewerbsintensität in der Baubranche, die Arbeitsmarktlage und die Kaufkraft der privaten Haushalte erklären die Unterschiede. So dürften die Baukosten in den Großstädten deutlich überdurchschnittlich sein. Laut internationalem Kostenindex von Arcadis zählen Frankfurts Baukosten zu den höchsten in Europa. Der Investitionsanreiz dürfte also deutlich weniger gestiegen sein, als dies der 50%-Anstieg der Hauspreise seit dem Jahr 2009 in den Großstädten nahelegt. Entsprechend erlaubt auch die Bundesregierung, die nun beschlossene Sonderabschreibung auf Herstellungskosten in Höhe von bis zu EUR 3000 pro Quadratmeter geltend zu machen.

Fachkräftemangel nimmt zu: Nach dem Bauboom der Wiedervereinigung erlebte die Bauwirtschaft einen tiefen Niedergang. Die Zahl der Betriebe halbierte sich und auch die Beschäftigtenzahl sank um rund 25%. Dabei war der Rückgang der Beschäftigung im Bauhauptgewerbe besonders hoch (-59%). Erst Mitte der 2000er Jahre wurde der Tiefpunkt erreicht und trotz der nun dynamischen Hauspreisanstiege legte die Zahl der Betriebe wie der Beschäftigten nur marginal zu. Einige Indizien zeigen, dass der Fachkräftemangel im Baugewerbe zu der geringen Angebotselastizität beiträgt. Laut ifo Institut weisen viele Bauunternehmer auf einen Mangel an Arbeitskräften hin und die Agentur für Arbeit meldet Engpässe insbesondere bei Klempnern und Sanitärberufen. Die Vakanzzeit sozialversicherungspflichtig Beschäftigter in Bauberufen liegt seit letztem Jahr bei fast 3 Monaten und rangiert damit unter den nichtakademischen Berufsgruppen mit besonders hohem Fachkräftemangel. Verschärft wird dies weiter durch die steigenden Antragszahlen für die Rente ab 63 der Beschäftigten im Baugewerbe und sinkende Bewerberzahlen für einen Ausbil-

Beschäftigte und Betriebe im Bau

10

beide Achsen in '000



Hinweis: Betriebe von Unternehmen mit 20 tätigen Personen und mehr

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research



dungsplatz (2015 -3,9% gegenüber Vorjahr). Zudem ging die Absolventenzahl der Bauingenieure von 6.700 in 2001 auf 6.100 in 2012 zurück. Dieser Rückgang ist ein Resultat der hohen Abbrecherquote, welche die Verdopplung der Studienanfänger (2006 8.100, 2011 17.500) überkompensiert. Teilweise wird der Fachkräftemangel durch Arbeitnehmer aus dem europäischen Ausland abgedeckt, deren Zahl sich im aktuellen Hauspreiszklus fast verdoppelte.

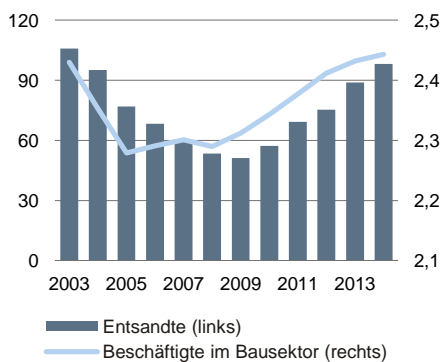
Regulierung bremst Investitionsanreize: Die Mietpreisbremse versucht, das Ziel der Bundesregierung „bezahlbaren Wohnraum“ zu schaffen, über eine Verbilligung von Wohnraum zu erreichen. Gleichzeitig reduziert sie damit die Investitionsanreize und trägt zu einem höheren Nachfrageüberhang und Preisdruck bei. Die nochmalige Verschärfung des Mietspiegels – aktuell wird eine Ausweitung des Bezugszeitraums von 4 auf 10 Jahre diskutiert – könnte die Investitionsanreize nochmals absenken. Gleiches gilt für eine Reduzierung der Modernisierungskostenumlage, die laut Vorschlägen des Justizministeriums von 11% auf 8% reduziert werden könnte.⁹ Aus wohnungspolitischer wie makroprudentieller Sicht wäre eine Verschiebung dieser Maßnahmen bis zu einem substanziellen Abbau der Nachfrageüberhänge in den angespannten Wohnungsmärkten empfehlenswert.

Zusammenfassung

Entsante Arbeitnehmer in der deutschen Bauwirtschaft

11

Linke y-Achse: Entsante in '000
Rechte y-Achse: Beschäftigte in Mio.



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Soka Bau, Deutsche Bank Research

Die geringe Elastizität der Investitionen hat zahlreiche Ursachen. In jeder Bau-phase – von der Finanzierung bis zum Ausbau – lassen sich Faktoren identifizieren, die helfen könnten, den großen Nachfrageüberhang schneller abzuarbeiten. Die jüngsten Vorschläge deuten eine wohnungspolitische Kehrtwende an. Bisher sollte das Ziel, „bezahlbaren Wohnraum“ zu schaffen über die Verbilligung bestehenden Wohnraums erfolgen. Mit der Einführung der Sonderabschreibung als auch den Expertenkommissionen des Bauministeriums wird der Schaffung neuen Wohnraums stärkere Bedeutung beigemessen. Jedoch steht die bei Bauangelegenheiten hohe Zahl an Interessengruppen und die komplexe rechtliche Lage einer schnellen Umsetzung vieler Ideen im Wege. Entsprechend dürfte der Wohnbau zunächst nur wenig zusätzliche Investitionsimpulse erhalten. Viele Vorschläge wie die Sonderabschreibungen, die Harmonisierung des Baurechts, die Neukonzeption der „Energie“-Gesetze und die Reform der Grunderwerbsteuer können aber die Bauinvestitionen perspektivisch steigern. Eine Komplettierung könnte durch eine Adressierung des Fachkräftemangels und mit einer Aufschiebung der anvisierten Neudefinition des Mietspiegels sowie der Reduktion der Modernisierungskostenumlage erfolgen. Trotz des vermutlich verhaltenen Mengeneffektes der Maßnahmen dürften die so entstehenden zusätzlichen neuen Wohnungen durchaus einen dämpfenden Preiseffekt bewirken. Die Wohnungspolitik könnte also einen bedeutenden Beitrag zur Reduzierung makroprudentieller Risiken leisten.

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

⁹ Weitere Details finden Sie unter Deutsche Bank - Equity Research – Europe: Markus Scheufler, Feb 2016: „German Real Estate – Regulation tracker: Accelerated depreciation vs housing shortage“ and „German Real Estate – Regulation tracker: Second strike: Mietspiegel shock? A proposal.“



Ausblick Deutschland

EZB Bilanz – auf zu neuen Höchstständen

1

EZB-Bilanz, Mrd. EUR, Annahme: EUR 80 Mrd. QE pro Monat bis März 2017

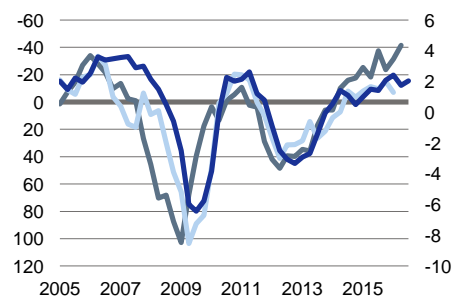


Annahme, dass alle LTROs in TLTRO2 übergerollt werden; Bei zusätzlicher Nutzung der TLTRO würde Bilanz noch weiter steigen

Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

EZB-Politik soll günstige Kreditvergabebedingungen stützen

2



— Kreditkonditionen* (links, inv.)
— Kreditimpuls (rechts, % BIP)
— Priv. Binnennachfrage (rechts, % gg. Vj.)

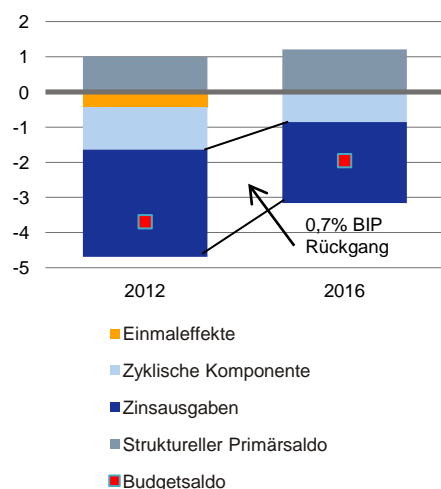
*negativ=Verbesserung

Quellen: Deutsche Bank Research, Eurostat, EZB

Zinsausgaben trugen am stärksten zur Defizitsenkung bei

3

Eurozone, Budgetsaldo, % BIP



Quellen: Deutsche Bank Research, EU-Kommission

EZB legt sich ins Zeug – Wirkung beschränkt

— Die EZB hat mit ihren Beschlüssen vom 10. März die Markterwartungen deutlich übertroffen. Der überarbeitete TLTRO2 zeigt, dass die EZB die sich abzeichnende Belebung der Kreditnachfrage unterstützen möchte. Die Aufnahme von Unternehmensanleihen in das QE-Programm zeigt, dass die EZB bereit ist, größere Risiken zu akzeptieren, was – falls nötig – den Weg für weitere Stimulusmaßnahmen bereitet. Dennoch benötigt die Geldpolitik Unterstützung, wobei die Möglichkeiten der Fiskalpolitik allerdings beschränkt sind.

Es gab zwar sowohl positive Überraschungen, beispielsweise das Ausmaß der QE-Erhöhung, als auch negative Überraschungen, wie die Botschaft, dass die Zinsen kaum weiter fallen dürften. Insgesamt glauben wir aber, dass das Maßnahmenpaket der EZB die Markterwartungen übertroffen hat, insbesondere der überarbeitete TLTRO, jetzt TLTRO2, der Banken langfristig mit günstiger Liquidität versorgt.

Die Maßnahmen zielen in zwei Richtungen. Erstens fokussieren sie stärker auf die (schwächeren) Banken in der Peripherie als auf die (stärkeren) Banken der Kernländer. Und das ist auch gut so. Die fragilen Banken befinden sich in der Peripherie, wo sich auch die Deflationsrisiken konzentrieren. Zweitens stellen sie eher auf die Binnennachfrage als auf die externe Nachfrage ab. Das Paket versucht mögliche negative Auswirkungen auf die Binnennachfrage aufgrund verschärfter Kreditbedingungen zu kompensieren. Durch die Vermeidung einer offensichtlichen Schwächung des Wechselkurses verschärft die EZB nicht noch zusätzlich die konjunkturellen Probleme Chinas und in den USA.

Sorgen, dass TLTRO2 nur einen schwachen Angebotsimpuls setzt, sind übertrieben. Erstens kommen die neuen Refinanzierungsgeschäfte de facto mit einem negativen Zins, obwohl dieser offiziell bei 0% liegt. Die Kreditvergabeschwelle, die die Refinanzierungskosten auf -40bp reduziert, ist leicht zu übertreffen, was letztlich einer Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes um 45bp gleichkommt. Zweitens mehren sich die Anzeichen, dass die geringeren Refinanzierungskosten von den Banken an die Kreditnehmer weitergegeben werden und somit die Kreditnachfrage und das Wirtschaftswachstum stützen.

Das Maßnahmenpaket der EZB adressiert effektiv die Risiken durch verschärfte Kreditstandards. Es implementiert auch eine ultimative Kreditlinie für das Bankensystem im Falle eines unerwarteten Schocks. Der nächste Bank Lending Survey (19. April) sollte zeigen, inwieweit die Maßnahmen wirken. Allerdings dürfte das dadurch entstandene konjunkturelle Aufwärtspotenzial gering bleiben, solange andere Faktoren, wie beispielsweise die schwache Weltkonjunktur, die Nachfrage begrenzen.

Die Effektivität einer zunehmend aggressiveren Geldpolitik wird mittlerweile kontrovers diskutiert. Ceteris paribus führen mehr Wertpapierkäufe zu einer flachen Zinskurve und verringern die Nettozinsmarge der Banken. Damit die geldpolitischen Maßnahmen wirken, brauchen die Banken möglichst schnelle Resultate in Form einer höheren Kreditnachfrage, die ihr Nettozinseinkommen stützt. Es ist daher wichtig, dass andere Politikbereiche ebenfalls die Nachfrage stützen und/oder die Weltkonjunktur sich belebt. Allerdings hat die Weltkonjunktur zum wiederholten Male die in sie gesetzten Erwartungen nicht erfüllt. Veränderungen unserer globalen Wachstumsprognose und des EUR-Wechselkurses haben in den letzten zwölf Monaten unsere BIP-Prognose für den Euroraum um gut 1/2 Prozentpunkt reduziert. Zwar wurde die Fiskalpolitik zuletzt moderat gelockert, allerdings ist der Spielraum durch die fiskalischen Regeln, die bereits sehr hohen öffentlichen Schuldenstände und die fehlende politische Bereitschaft in den Kernländern begrenzt.



Die Optionen der EZB sind noch nicht erschöpft. Zwar ist der Umfang der Käufe von Unternehmensanleihen begrenzt (etwa 5-10 Mrd. EUR pro Monat), aber die EZB wird damit zum ersten Mal ungesicherte private Kreditrisiken kaufen. Dies ist eine wichtige Botschaft mit Blick auf den Risikoappetit der EZB und sie kann sich – falls notwendig – noch entschlossener in diese Richtung bewegen.

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

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



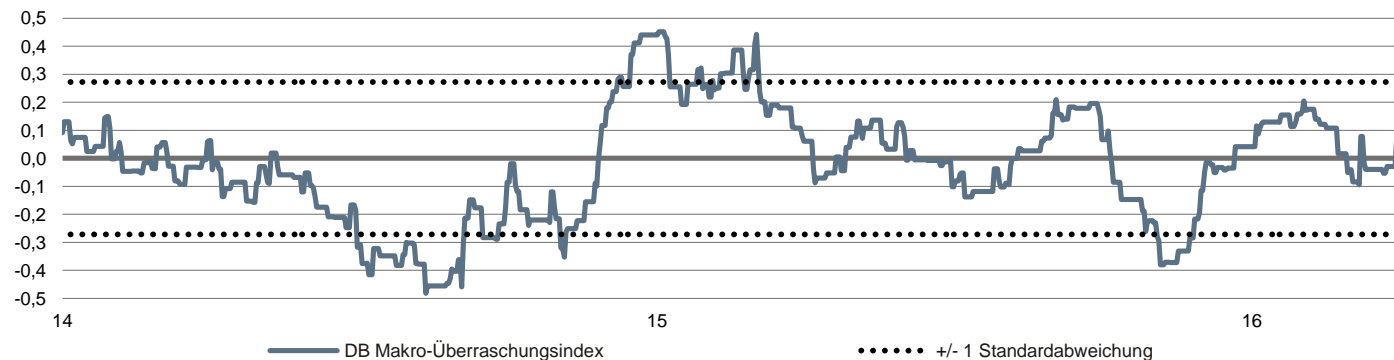
Ausblick Deutschland

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.¹⁰

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
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	2 2016	16.02.16	52,3	55,0	-2,7	-0,5	0,2
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	12 2015	23.02.16	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,4
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	2 2016	23.02.16	105,7	106,8	-1,1	-1,0	0,1
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	1 2016	29.02.16	-3,8	-3,4	-0,4	0,0	0,4
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	1 2016	29.02.16	-0,1	0,3	-0,4	0,0	0,5
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	2 2016	01.03.16	50,5	50,2	0,3	0,3	0,7
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	2 2016	01.03.16	-9,0	-10,0	-1,0	-0,2	0,4
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	2 2016	03.03.16	55,3	55,1	0,2	0,2	0,7
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	1 2016	07.03.16	-0,1	-0,3	0,2	0,0	0,5
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	1 2016	08.03.16	3,3	0,5	2,8	2,5	1,0
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	1 2016	10.03.16	13,2	17,0	-3,8	-1,5	0,1
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	2 2016	11.03.16	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	3 2016	22.03.16	50,4	50,4	0,0	0,0	0,5
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	3 2016	22.03.16	50,7	53,0	-2,3	-0,4	0,3
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	3 2016	22.03.16	106,7	106,0	0,7	0,4	0,6
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	3 2016	22.03.16	4,3	5,4	-1,1	-0,1	0,5
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	2 2016	24.03.16	-5,7	-5,1	-0,6	-0,1	0,3
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	3 2016	30.03.16	0,3	0,1	0,2	1,4	0,9
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	3 2016	31.03.16	0,0	-6,0	-6,0	-0,4	0,3
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	2 2016	31.03.16	-0,4	0,4	-0,8	-0,4	0,3

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Heiko Peters (+49 69 910-21548, heiko.peters@db.com)

¹⁰ Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.



Ausblick Deutschland

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
13.-14. April	Treffen der G20-Finanzminister und -Notenbankgouverneure, Washington	Debatten über Strategien zur Stärkung des Wachstums und von Infrastrukturinvestitionen u.a.
15.-17. April	Frühjahrstagung IWF u. Weltbank, Washington	Debatten über Lage der Weltwirtschaft sowie an internationalen Finanzmärkten.
21. April	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
22.-23. April	Eurogruppe und informeller ECOFIN, Amsterdam	Wahrscheinlich u.a. finanzpolitische Herausforderungen durch Flüchtlingskrise, Lage in Griechenland.
2.-4. Mai	Arbeitskreis Steuerschätzung, Essen	Wir erwarten für 2016 nur geringe Änderungen der Schätzung vom Herbst, die für 2016 und 2017 Einnahmen des Staates von EUR 686,2 Mrd. (+2,2% gg. Vj.) bzw. EUR 717,6 Mrd (+4,6%) prognostizierte.
24./25. Mai	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Wirtschaftliche Lage in der Eurozone - Frühjahrsprognose der EU-Kommission, Entwicklung von Inflation u. Wechselkurs, thematische Debatte über Wachstum u. Beschäftigung u.a.
2. Juni	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz, Wien	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
16.-17. Juni	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	(Wahrscheinl.) Implikationen der Frühjahrsprognose für Defizitverfahren u. Innovationspartnerschaften, Lage in Griechenland, Arbeitsprogramm für H2 2016 u.a.
23.-24. Juni	Europäischer Rat, Brüssel	(Wahrscheinl.) Debatten über Ergebnis des Referendums in GB, Flüchtlingskrise.

Quelle: Deutsche Bank Research

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



Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
6. Apr 2016	8:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Februar	-2,5	3,3
8. Apr 2016	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Februar	19,0	18,7
8. Apr 2016	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Februar	0,2 (0,4)	-0,6 (1,1)
8. Apr 2016	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Februar	-0,1 (1,7)	1,3 (3,3)
22. Apr 2016	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	April	50,0	50,4
22. Apr 2016	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	April	54,0	55,5
25. Apr 2016	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	April	106,5	106,7
28. Apr 2016	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	April	0,0 (0,3)	0,8 (0,3)
29. Apr 2016	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	März	2,4 (-4,4)	-0,6 (-5,7)
29. Apr 2016	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	März	0,2	-0,4
28. Apr 2016	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	April	6,3	6,2
13. Mai 2016	8:00	Reales BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q1 2016	0,4	0,3

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

Heiko Peters (+49 69 910-21548, heiko.peters@db.com)

Oliver Rakau (+49 69 910-31875, oliver.rakau@db.com)



Ausblick Deutschland

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	0,375	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	1,20	0,05
Jun 16	0,375	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,95	0,05
Sep 16	0,375	-0,20	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,95	0,05
Dez 16	0,625	-0,20	0,00	0,75	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,95	0,05

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,63	0,10	-0,24	0,59
Jun 16	0,58	0,10	-0,25	0,65
Sep 16	0,58	0,05	-0,25	0,93
Dez 16	0,83	0,05	-0,25	0,95

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	1,80	-0,03	0,16	1,41
Jun 16	1,50	-0,05	0,35	1,60
Sep 16	1,75	-0,10	0,55	1,80
Dez 16	1,50	-0,10	0,75	1,90

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	112,63	0,79	0,70	1,10	9,28	7,45	9,41	4,28	314,12	27,05
Jun 16	1,06	105,00	0,77	1,38	1,11	8,99	7,46	9,67	4,36	317,50	27,10
Sep 16	1,03	109,00	0,77	1,34	1,12	8,88	7,46	9,63	4,31	318,75	27,10
Dez 16	1,00	112,00	0,78	1,28	1,12	8,75	7,46	9,57	4,25	320,00	27,10

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank

Heiko Peters (+49 69 910-21548, heiko.peters@db.com)

Oliver Rakau (+49 69 910-31875, oliver.rakau@db.com)



Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenmonitor

	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Okt 2015	Nov 2015	Dez 2015	Jan 2016	Feb 2016	Mrz 2016
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	107,1	108,3	108,4	108,6	106,6	108,2	109,1	108,6	107,3	105,7	106,7
ifo Geschäftserwartungen	102,6	102,8	102,7	104,4	100,4	103,9	104,8	104,6	102,4	98,9	100,0
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	102,6	104,0	103,0	103,3	100,4	102,4	103,7	103,7	101,6	99,3	100,3
Produktion (% gg. Vp.)	0,3	0,1	-0,2	-0,5		0,7	-0,2	-0,3	3,3		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-1,5	2,6	-2,7	1,2		1,7	1,5	-0,2	-0,1		
Grad der Kapazitätsauslastung	84,5	84,3	84,2	84,5	85,1						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	0,5	-2,3	-0,9	4,4		2,2	2,0	0,2	-1,7		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	7,2	-4,2	0,5	10,4		-4,7	14,2	3,5	1,0		
ifo Bauhauptgewerbe	118,9	120,0	121,4	123,5	122,5	123,1	124,0	123,3	122,4	122,9	122,3
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung	1,0	3,0	-0,3	-4,4	-6,1	-4,6	-4,5	-4,2	-5,8	-6,4	-6,2
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	1,4	-0,1	0,8	0,5		-0,1	0,5	1,0	-0,1	-0,4	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	6,4	4,2	6,1	5,7		1,1	8,9	7,7	3,3	12,1	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-3,4	5,0	-4,8	1,0		1,8	0,8	0,8	1,0		
Exporte (% gg. Vp.)	1,8	2,8	-1,0	-0,7		-0,8	0,4	-0,7	-0,6		
Importe (% gg. Vp.)	1,7	1,2	0,9	-0,9		-2,1	1,1	-1,6	1,3		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	60,0	65,3	60,3	60,4		20,3	19,7	20,3	18,7		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	6,5	6,4	6,4	6,3	6,2	6,3	6,3	6,3	6,2	6,2	6,2
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-36,0	-29,0	-1,7	-22,7	-37,0	-6,0	-14,0	-14,0	-17,0	-9,0	0,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,6	0,7	0,8	1,0		0,9	1,0	1,0	1,2	1,3	
ifo Beschäftigungsbarometer	107,7	108,0	108,1	109,8	108,3	109,1	109,9	110,4	109,7	108,0	107,4
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	-0,1	0,4	0,0	0,2		0,2	0,2	0,2	0,4	-0,2	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,0	1,1	1,0	1,2		1,3	1,2	1,0	1,1	0,8	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-2,0	-1,4	-1,7	-2,3		-2,3	-2,5	-2,3	-2,4	-3,0	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	2,3	-0,5	-7,0	-12,0		-10,7	-12,3	-12,8	-15,5	-14,9	
Ölpreis (USD)	55,1	63,7	51,3	44,8		49,4	46,0	39,0	31,9	33,6	
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	0,5	6,1	4,9	4,0	5,3	1,3	5,6	5,0	6,3	5,4	4,3
EC Unternehmensumfrage	-0,4	1,5	0,8	1,5	-2,4	1,8	2,1	0,6	-0,8	-2,9	-3,5
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	1,7	1,7	1,6	1,8							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,4	2,9	2,8	2,8							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	2,3	2,5	2,4	1,9							
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	7,3	7,5	8,2	9,2		8,6	9,3	9,2	9,0	8,3	
Trend von M3*						8,7	9,0	9,2	8,8		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	2,6	2,1	2,5	2,7		2,7	2,9	2,7	2,2		
Kredite an öffentliche Haushalte	32,3	12,2	11,1	11,7		15,9	14,8	11,7	-3,3		



Ausblick Deutschland

Im Ausblick Deutschland aus der Reihe Aktuelle Themen/Konjunktur werden volkswirtschaftliche und wirtschaftspolitische Themen zu Deutschland behandelt. Jede Ausgabe enthält zudem Übersichtstabellen zu finanz- und wirtschaftspolitischen Terminen sowie einen detaillierten Datenmonitor zu deutschen Wirtschaftsindikatoren. Die Ausgabe erscheint monatlich.

- ▶ Wachstum 2016: Exportindikator dämpft, Binnenwirtschaft läuft dank Staat und Bau3. März 2016
- ▶ Wachstum über Potenzial, keine Lohnexzesse28. Januar 2016
- ▶ Verstärkte Binnendynamik im Jahr 2016 16. Dezember 2015
- ▶ Binnenkonjunktur läuft – aber keine Übertreibungen..... 5. November 2015
- ▶ Migration, Metropolregion, Inflation.....2. Oktober 2015
- ▶ Solides BIP, Haushaltsüberschüsse, aber neue Herausforderungen 1. September 2015
- ▶ Risse im Fundament?3. August 2015
- ▶ Höhere Inflationsraten trotz gedämpfter Kerninflation 29. Juni 2015
- ▶ Reduzierte BIP-Prognose – Binnenkonjunktur aber intakt..... 1. Juni 2015
- ▶ Deutsches Sparverhalten vor QE-Herausforderungen30. April 2015
- ▶ Kräftiger Gegenwind für deutsche Exportwirtschaft trotz Euroabwertung30. März 2015

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

© Copyright 2016. 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